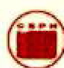
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FINANCIAL SENTIMENT

金融感悟

感悟金融，金融感悟，金融是有灵气、有生命的。

丰习来◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FINANCIAL SENTIMENT

金融感悟

感悟金融，金融感悟，金融是有灵气、有生命的。

丰习来◎著

中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE
·北 京·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

金融感悟/丰习来著．－北京：中国经济出版社，2008.1

ISBN 978－7－5017－8367－0

Ⅰ．金… Ⅱ．丰… Ⅲ．金融—文集 Ⅳ．F83－53

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2007）第 183613 号

出版发行：中国经济出版社（100037·北京市西城区百万庄北街 3 号）
网　　址：www.economyph.com
责任编辑：张潇匀　（电话：010－68321948）
责任印制：张江虹
封面设计：任燕飞设计工作室
经　　销：各地新华书店
承　　印：三河市佳星印装有限公司
开　　本：880mm×1230mm　1/32　**印张**：12.75　**字数**：320 千字
版　　次：2008 年 1 月第 1 版　**印次**：2008 年 1 月第 1 次印刷
书　　号：ISBN 978－7－5017－8367－0/F·7359　**定价**：48.00 元

版权所有　盗版必究　举报电话：68359418　68319282
国家版权局反盗版举报中心电话：12390
服务热线：68344225　68369586　68346406　68309176

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

贵在干一行 专一行

我在担任建设银行行长时就认识小丰。他是1984年大学毕业后到建设银行总行工作的，他给我的一个最深的印象就是工作认真，思想先进，虚心好学，事业心比较强。在总行国际业务部从事外汇资金交易业务时，由于工作成绩突出，他在1993年被提拔为建设银行国际业务部外汇资金处副处长。

1995年8月，中国第一家中外合资投资银行——中国国际金融有限公司成立时，建设银行作为大股东之一，选派了两位人员到该公司工作，小丰就是其中的一位。刚到该公司时，他任高级经理，两年后，因成绩突出，被晋升为部门副总经理。

在中国国际金融有限公司工作的四年多时间里，他先后参与了公司的司库、销售交易部的组建工作，并担任部门主要负责人。由于当时国内对投资银行业务的定位、业务范围还不是很清楚，中国资本市场的发展水平还不是很高，加上中、外方股东对中国资本市场的理解和认识程度也不一样，工作中的困难还是比较大的。

但就是在这种比较艰难的情况下，小丰仍然取得了非常好的业绩，他在任司库主要负责人时，实现了公司本、外币资本金的保值和增值，特别是他进行的人民币债券投资，为公司的自有资金带来了丰厚的回报；后来，当公司需要创建销售交易业务时，作为该部门的主要负责人，他在很短的时间内完成了人员招聘、交易室装修、业务流程、风险控制等大量繁琐但很重要的工作，并在当年实现了盈利。

在2000年初，因工作需要，小丰又被调回到建设银行，他仍然从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事本外币资金交易业务。2001年，他被提拔为建设银行资金部副总经理，先后负责外汇资金交易、人民币资金交易和代客外汇买卖、结售汇和衍生产品等交易业务。

这么多年来，无论工作如何变换，小丰始终坚持干一行、爱一行、钻一行、专一行。这已经很不容易了，更加难能可贵的是，小丰在这么多年的工作中，一直保持着理论联系实际、从实践中来、再到实践中去的好作风，不断分析、研究和总结实际工作中遇到的新情况、新问题，并能形成理论思考，以用来指导实际工作。这些年来，小丰先后在《人民日报》海外版、《金融时报》、《中国证券报》等报刊杂志上发表文章几十篇，其中"我国企业债券发展的难点与对策"、"从1995年以来世界范围的金融产品灾难谈金融机构风险控制"、"基准利率、国债收益率与中国资本市场发展"、"国有商业银行入世后面临的困难与对策分析"等文章不仅具有一定的理论水平，而且对实际工作有一定的参考作用。

所以，当小丰提出要我为他的新书写序时，我欣然同意，并期望不久将来再出新书。

周道炯
2007.11.12

（本序作者为原中国建设银行行长、原中国证监会主席）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自序

大海无诗

从前,有一个抒情诗人,他写了很多首描写大海的诗,非常美丽动听,扣人心弦。一天,一个朋友问这位诗人:你见过大海么？如果你看到大海,你的诗会更加迷人。这位诗人原来还真没有见过大海,所有描述大海的诗都是凭着自己的想象写的,他非常同意其朋友的意见,也认为自己在海边会写出更加优美的诗篇。于是,他们两位就驱车来到海边,看到了真正的蓝色海洋,这位朋友希望诗人有新的灵感,并创作出能够传世的描写大海的诗篇。可等了很长时间,诗人始终遥望着大海,一言不发。他的朋友终于忍耐不住地问到:天才的诗人,你没有见过大海时,都能写出那么余音绕梁的好诗,现在看到大海了,一定会有上乘之作。诗人又沉默了很长一段时间,终于说出了一句话:大海,真大!

20多年的金融从业经历使我明白,金融市场就是一个一望无际的蓝色大海,它的神秘莫测、它的宽广胸怀、它的波澜壮阔、它的喜怒无常都会超出人们的想象,在真正的大海面前,诗人的词语是贫乏的——大海无诗。20多年的金融从业经历还使我明白,大海是有内在的逻辑和规律的,而对这些逻辑和规律的发现,需要认认真真地分析和研究,需要踏踏实实地推理和论证,需要实实在在地科学计算,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从这个意义上讲，在大海航行的人，需要的是理性思考，而不是诗人的浪漫。

在这些年的工作中，我始终都没有离开过金融市场，最开始是在外汇资金交易室，虽然那只是一个由饭店客房改造的、面积不到20平方米的交易场所；虽然只有4个人，而且还包括前、后台的所有工作。但在那里，我知道了外汇买卖，知道了资金拆放，知道了金融市场，知道了通过一个电传就能与千里、万里之外的交易员买卖美元、马克和日元，当时的一个感觉就是世界真是太神奇了！

后来，有机会到国际金融中心美国纽约、英国伦敦、日本东京、瑞士苏黎世、中国香港培训和学习，使我对国际金融市场有了更加深刻和直观的认识，也使我更加坚信国际金融市场就是一个浩瀚无边、深不可测、宝藏无数的汪洋大海。在那里，我看到在一个个足球场般大小的交易室里，坐着不同肤色的交易员，每一个交易员面前都摆放着四五个荧光屏，每一个荧光屏上分别显示着心电图般的曲线和快速变动的数字，交易员们根据自己或客户的判断，不断地用不同的口音向市场发出买卖的指令，而这些在纽约、伦敦、东京发出的交易指令，瞬间就会影响全球股票、债券、黄金、商品等一切可以在金融市场上交易的标的物价格的巨幅变动。美国市场上一个小小的波动，就可能在遥远的东京、悉尼等金融市场上引起海啸。在国际金融市场上，世界不仅是平的，而且还是由高速公路、高速火车和超音速飞机连接起来的，如果说世界已经变成了一个地球村，那么，国际金融市场就变成了地球村中的一个非常方便的集市。

由于工作的变动，我有一段时间从国际金融市场业务转到了国内市场，主要从事人民币货币市场、债券市场和部分股票市场的业务。巨大的市场反差，包括市场容量、交易方式、市场规则等等，使我对国内市场发展产生了浓厚的兴趣，特别是对国内的国债市场、企业债券市场以及收益率曲线等进行了一些实地调查研究，逐步明白了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么是发达的金融市场、什么是新兴市场、什么是内海、什么是公海。

随着我国市场经济的发展和完善,金融机构的国际金融市场业务和国内市场业务逐步实现了融合,我有幸在工作中同时涉及这两个市场的业务。我先后从事过更为复杂的债券投资、衍生产品等国内外金融市场中的很多金融产品的交易和管理工作,现在的交易室变得更大、更专业了,交易员也增加了很多,尽管与欧美国际性金融机构的交易室还有很大的差距,但交易设备还是“鸟枪换大炮”了,早年的电传设备已经被专用的路透交易机(Dealing)、专用外汇交易系统(EBS)、专用债券交易系统(Bloomberg)等更现代、安全、快捷的专业设备所取代。在电子化交易时代,即使交易金额超过1亿美元,交易员也可以在几秒钟之内完成。

在金融市场大海上航行的这些年里,经过了无数次市场的洗礼,我对金融市场学会了尊重。金融市场就像海洋一样,它是一个庞大而神秘的有机体,无数市场参与者的生命构成了它的生命,无数市场参与者的性格形成了它的性格。金融市场可以给市场参与者带来极大的便利和丰富的资源,但也可以使无视市场规律者、企图操纵市场者受到惩罚。远有300多年历史的英国巴林银行的倒闭,近有中航油新加坡公司的沉没,金融市场这个大海既可以载舟,也可以覆舟。

正是基于这样的敬畏之心,我在从事任何一项金融市场工作时,都不敢盲目行事,而是认真学习,认真了解市场规律,并在充分理解的基础上,尽量按市场的法则办事。

本书收集的文章,就是我这些年在实际工作中的学习心得和体会,主要由五部分组成:第一部分为商业银行业务,主要是对商业银行如何在全面对外资银行开放国内市场的情况下即在全球化趋势所形成的“奥运会”比赛中保持国际竞争力的思考;第二部分是投资银行业务,主要是分析了投资银行与商业银行的异同,以及目前占居世界投资银行主导地位的美资投资银行架构和核心特征;第三部分是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券市场，主要是分析了我国债券市场发展中的难点、不足，以及发展债券市场对金融市场稳定的极端重要性，并提出了一些具体建议；第四部分是风险管理，主要分析了造成风险管理知易行难的原因以及风险管理不善可能导致的巨大损失，提出了风险管理的新模式。第五部分是股票市场，主要是回顾了我国A股一级市场的发展过程，并对A、B股二级交易提出了要分享、不要炒作的建议。

在金融市场这个浩瀚的大海面前，虽然无诗，但它还是有规律可循的，只要我们抱着尊重而不是征服它的精神，只要我们怀着虚心学习而不是布道的心态，只要我们认识和掌握了大海的习性并善加利用，无私而又包容的金融市场之海就会源源不断地为市场参与者造福。

丰习来

2007年11月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

CONTENTS

第一部分 商业银行

国有商业银行入世后面临的困难与对策分析/3
经济全球化与国有商业银行业再造/25
把它做成——苏格兰皇家银行成功崛起的经验与启示/40
六西格玛:提升商业银行赢利能力的有效工具/52
国有商业银行改革的哲学思考/65
实体经济、金融环境与商业银行服务进化/71
我国商业银行外汇衍生产品发展问题研究/81
“以客户为中心”需要实现五个转变/87

第二部分 投资银行

我的投资银行经历与感悟/95
了解一个真实的投资银行/118

第三部分 债券市场

我国企业债券发展的难点与对策/181
基准利率、国债收益率与中国资本市场发展/209
正确处理债券市场发展中的几个关系/215
影响债券价格和收益率的主要因素/224
完善做市商制度 活跃银行间债券二级市场/235
荷兰式招标与搭便车行为/240
债券市场做空交易利弊分析与建议/249

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

成功债券投资是科学与艺术的完美结合/257
浮而不动:我国浮动利率债券避险功能再认识/265
要珍惜来之不易的债券市场/270
货币政策、市场预期与债券收益率曲线形态/273
债券投资与中介机构评价/282
债券市场投资中的 20 条箴言/286

第四部分　风险控制

风险管理 知易行难/303
从 1994 年世界范围的衍生金融工具灾难
谈我国金融机构风险控制/314
现代金融机构风险成因与控制措施研究/327
风险管理的本质:变企业市场风险的不确定性
为可预测/364

第五部分　股票市场

要分享 不要炒作/369
全面发挥股票市场作用的重大举措/371
我为什么不“炒”股？/378
资金不成问题 关键在于信心/388
流动性过剩、人民币升值与 A 股走势/389

参考文献/395
后记/397

CONTENTS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分 商业银行

【要点】

截至2007年10月23日收盘,中国工商银行的总市值达到了26253.88亿元,约合3500亿美元;中国银行的总市值达到了17235.68亿元,约合2300亿美元;建设银行的总市值达到了22574.37亿元,约合3000亿美元;按股票市值排名,中国的三大银行超过汇丰银行、花旗银行和美国银行的市值,一举成为全球市值最大的银行股,真的是非常神奇。

现在我国的商业银行都已经成为了大银行,都已经成为了非常优秀的好银行,股价表现都不错,但我国的商业银行是否能够从优秀发展到卓越还需要时间的考验。从目前实际的银行竞争力来看,与国际性大银行相比,我们还有一定的差距,我们的收益结构还比较单一,我们的中间业务在总收入中的比例还比较低,我们的产品创新和报价能力还有待提高。

对国内商业银行来讲,2007年是一个值得记住的年份,在这一年,花旗银行、汇丰银行等国际著名的商业银行都在中国境内设立法人机构,他们与国内商业银行的业务范围一样,可以在中国开展所有的商业银行业务。从这一年开始,国内商业银行的竞争环境已经从“全运会”过渡到了“奥运会”,“全运会”的冠军一定能获“奥运会”冠军么?当然不一定!关键看实力。

我们要想在“奥运会”取得好成绩,除了科学管理和苦练内功外,并无捷径可走。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国有商业银行入世后面临的困难与对策分析

随着中国加入世界贸易组织步伐的加快，国内企业面临的竞争压力越来越大，特别是对长期处于政府保护之中的商业银行来讲，“入世”后面临的压力更加巨大。那么，“入世”会给中国的商业银行带来哪些冲击呢？中国的商业银行为什么惧怕国外商业银行的冲击？为什么国外的商业银行会给我们带来冲击呢？为了迎接挑战，我们需要做哪些必要的准备？本文拟对这几个方面的问题做一些探讨，以抛砖引玉。

一、为什么惧怕“入世”的冲击

经过二十多年的经济体制改革，中国商业银行面临的国内金融市场环境有了很大改善，特别是1997年东南亚金融危机以来，中国各级政府都把商业银行的安全、健康发展放在了非常重要的位置，中央银行制订了多项管理措施，加强商业银行自身的建设，防范金融风险，减少或避免因商业银行的破产或倒闭给整个国家的国民经济发展造成严重后果。经过这一系列的治理整顿，中国商业银行的经营环境正在改善。

但由于中国商业银行长期处于计划经济的核心地位，与中国经济中的其他行业相比，商业银行受计划体制的影响更大、更深，金融体制的改革步伐也更慢。因此，从整体上来看，商业银行面临的国内经营环境不容乐观，主要表现在：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 所有权缺位，商业银行缺乏自律

在中国现实的情况下，商业银行面临的一个最大问题就是所有者缺位的问题，导致贷款决策由一些“代理人”做出。虽然市场经济中的大商业银行都是这样，但在国营体制下，问题的严重性不同。因此，1993 年以来，逐步形成和强化了银行贷款的一系列防风险规则，如抵押担保和审贷分离等。在形式上，这些都是商业银行的通行管理办法和做法。不同的是，在一般市场经济中，普通的防风险规则是商业银行自己给自己制定的，不是政府或者中央银行作为强制性条件外加给商业银行的。现在的防风险规则，是中央银行代表政府履行银行所有者功能的结果。

由于中国商业银行的所有权缺位，因此，中国商业银行的自律性较差。据资料介绍，在 1993 年的房地产热中，一家国有商业银行的海南分行，仅投资购买的土地就达 9990 亩，商业银行变成了真正的地主。正是由于所有权缺位，就产生了许多市场经济国家不可能出现的奇特现象。

2. 管理上的大锅饭，使得本无生存能力的机构得以生存

管理上的大锅饭是目前中国商业银行面临的一个严重问题。正是由于大锅饭和国家对商业银行的一些福利性政策，使本来没有生存能力的商业银行生存下来了。以存款准备金利率为例，中央银行支付给商业银行的利率比商业银行支付给客户的活期存款利率还高。这样做的结果，一方面，商业银行经营意识淡薄，只关心吸收存款，而不关心资金运用，这势必导致商业银行资金运用水平的退化；另一方面，使一些没有生存能力的机构生存下来了，而这些机构生存的时间越长，其自身积累的风险就越大，一旦政府取消了这份免费午餐，必然导致这些商业银行生存危机。管理上的大锅饭及缺乏淘汰机制，使金融市场面临巨大的风险。

金融领域的大锅饭还表现在主要商业银行都是国有的，我国国民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济的主体——国有大中型企业也都是国有的。从所有权上来讲，中国的主要商业银行和国有大中型企业是一家，两者都归同一个股东所有。在现有体制下，国家是一个控股公司，国有商业银行和国有大中型企业是国家的全资子公司 。因此，国有商业银行和国有大中型企业都要受同一个股东的管理。在这种情况下，如果国有大中型企业面临了债务和破产的威胁，如果股东还不想让这些国有企业倒闭，就必然要求（而且也有权要求）国有商业银行向其提供贷款，至于商业银行贷出去的款项能否收回，国有企业和商业银行都不关心，反正都是股东做出的决定。目前，我国商业银行的大量呆滞贷款就是这样形成的。这种名义上所有权清晰、实际上所有权缺位的现状，使我国商业银行面临巨大的体制性风险。

3. 监管手段落后，监管措施不力

随着科学技术的飞速发展，金融市场更加现代化，金融产品更加复杂化，金融市场的信息传递和资金划拨更加快捷。因此，金融监管机构要想对金融市场和商业银行进行有效的管理，就必须改进管理手段，提高监管的时效性。但我国目前金融监管的现实并不理想，主要表现在监管技术落后，监管机构不能及时了解被监管者的财务、资产和负债情况，不能及时发现被监管机构的违规行为。另外，监管机构在执行监管措施方面也存在监管不力的行为。

4. 行政干预太多，商业银行经营自主权无法落实

由于政府干预太多，使得商业银行无法自主经营。如在向国有大型企业贷款方面，商业银行面临着巨大的政府压力，很多贷款都是不得已而为之。再如，中央银行在有关文件中明确规定，国有商业银行要真正商业化。但实际上，商业银行的许多业务活动还是受到严重的行政干预，如 1998 年的国债发行，在财政部的发行公告上规定，购买者可到原购买国债的网点提前兑付。但财政部并不向办理提前兑付的商业银行提前兑付。因此，国债提前兑付的风险全部转嫁到商业银行，一旦利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率调高,商业银行必然承担利率损失。

5. 市场参与者自身缺乏信用,商业银行无所适从

中国金融市场参与者缺乏信用是中国商业银行面临的最严重的挑战。因为,一旦市场没有了信用,市场各方的利益很难得到保护。整个社会的信用链条呈现断裂、破碎状态,企业与企业之间、人与人之间,不讲信誉的现象普遍存在。信用是金融市场的生命。一个市场一旦没有了信用,那么这个市场的发展将是不可想象的。正是由于企业失信,才使商业银行举步维艰。

6. 市场化程度低,无法建立科学的金融产品定价机制

利率是资金的价格,从理论上讲,利率水平应随资金供求状况的变化而变化,也即市场化。但长期以来,我国决定利率的权力集中,加上调控机制又不够灵活,这就使现实中的利率往往无法反映资金的真正价格,从而难以起到平衡资金供求的作用,也无法由信誉确定资金的价格,使商业银行无法将承担的信用风险与收益有效结合起来。

由于缺乏市场公认的基准利率,因此,在为金融产品定价时,只能采取行政方法来确定,实践证明,这种定价方法极不合理,金融产品的价格无法反映风险因素。因为,这种定价方法没有考虑信用的价值。在不考虑信用价值的情况下,无论企业信誉好坏,偿还能力、赢利能力强弱,以及贷款人承担风险的大小,价格都一样,这在客观上就给金融产品的价格信号造成了混乱。

7. 中介机构信誉差,金融市场上参与者的透明度低

在国际金融市场上,中介机构的重要作用就是为金融市场的参与者提供真实而公正的财务和法律方面的鉴证。诚实、公正和讲信用是中介机构生存的基础。由于缺乏对中介机构进行有效监控的法规和规章制度,不少中介机构对企业的评价缺乏客观的标准,甚至一些中介机构给钱就盖章,缺乏职业道德。由于中国的一些中介机构无法用诚实、公正和信用来取信于人,不少被中介机构评为 AAA 级的企业,仍出现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了到期不还贷款的现象,商业银行就不得不对中介机构的客观和公正表示疑虑。中介机构失去了市场的信任。

8. 金融产品单一,无法进行有效的资产负债结构组合管理

金融产品单一是影响商业银行自身安全的重要因素。目前商业银行的资产和负债结构都很单一。商业银行负债的80%以上来自居民和企业存款,商业银行的资产主要是贷款。单一的金融产品就无法使商业银行根据自身的需要进行资产和负债的调整,也无法对金融市场的风险进行避险运作。

金融创新是金融市场发展的生命。如果一个市场长期没有新的热点出现,那么,这个市场只能是死气沉沉,缺乏活力。我国就缺乏金融产品的创新,金融产品多年一贯制,在市场上很少能看到新的产品出现。缺乏金融创新对投资者不利,对融资方不利,最终是对中国金融市场和商业银行的健康发展不利。

由此可见,我国商业银行的外部环境很不理想。

那么,我国商业银行内部的小环境怎么样呢?从内部经营环境来看,我国商业银行长期处于传统的计划经济体制下运作,在经营指导思想上缺乏风险意识、经营意识和效益观念,盲目追求外延性扩张,过度加大资产规模,单纯追求增加网点机构,不计财务成本办理业务,不计风险进行所谓业务创新。因此,目前国内商业银行内部的经营环境也不理想,具体表现在:

1. 不良资产太大,赢利能力较差

商业银行巨额不良资产的存在是我国金融市场上的一个定时炸弹,随时都有可能引发整个金融体系的崩溃。据《经济研究》1997年7月号介绍,目前我国国有商业银行的不良债权在贷出款项中的比率为20%以上。截止到1997年6月底为止,我国银行贷款余额为68169亿元,如以20%的比率计算,我国国有商业银行的不良资产为13600亿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，这个比率是相当高的。因为，在日本，1997 年 3 月份的不良债权总额为 217890 亿日元，占包括城市银行、信托银行、长期信用银行和地方银行全部贷款的 3.7%。即使这么小的比例，已经使日本经济萎靡不振。

当然，随着专门从事不良资产经营和管理的资产管理公司的成立，我国商业银行的不良资产的比例已经或正在大幅度下降，但与国际上著名的商业银行来比，我国商业银行的不良资产比例仍然过高，巨额不良资产的存在必然导致商业银行赢利能力的下降。

2. 资本充足率低，抗市场冲击力差

由于我国商业银行自身缺乏股本扩张能力，无法根据自身资产增加的需要及时扩充资本金，使我国的商业银行长期处于“小马拉大车”的超负荷状态下经营，使我国的商业银行抗市场冲击力减弱，给金融市场和国民经济的稳定留下了隐患。尽管 1998 年国家为补充四大国有商业银行的资本金而发行 2700 亿元人民币特别国债，使四大国有银行的账面好看了许多，但由于没有实际的资金注入，因而商业银行的资本实力并没有得到根本改善。

3. 业务范围狭窄、收入来源单一

目前，我国商业银行业务范围狭窄，而且金融市场上金融产品缺乏，造成商业银行的资产和负债都特别单一。从资产方来看，商业银行的资产主要是银行贷款，收益主要为贷款利息。国内商业银行这种单一的资产负债结构以及由此产生的单一收入来源，使国内商业银行面临巨大的经营风险，一旦银行的信贷质量下降，商业银行无法用其他经营收入来补偿因利息收入下降带来的损失。

4. 资产与负债不匹配现象严重

由于我国金融行业实行的仍然是计划经济，所有金融产品价格的制定、金融产品的开发和使用均由国家决定，因此，商业银行无法根据自己的负债或资产情况主动进行匹配，更不可能根据市场的变化随时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行资产和负债结构的调整，结果使我国商业银行的资产负债风险非常严重。

5. 内部控制薄弱，缺乏有效监管

由于中国商业银行人员队伍庞大、人员素质参差不齐、机构层次复杂、网点覆盖面广，加上地方政府的直接或间接影响，使商业银行的规章制度很难落到实处，无法形成有效的监督和制约机制。一些商业银行的基层领导的话就是规章制度，就是政策，许多职能部门形同虚设，根本无法对领导的行为进行约束和监督。

6. 管理技术落后，业务管理权限分散

与发达国家的商业银行相比，国内商业银行的管理技术比较落后。主要表现在，商业银行的网点都很多，且每一个经营网点的业务范围很广，但没有办法实行集中化管理。如，商业银行的贷款客户遍及全国，目前就没有能力将所有客户实行统一管理。这就造成了一个企业可以在同一个银行的不同分行进行多头贷款，导致银行风险加大。由于信息和管理技术的落后，就导致商业银行无法对遍布在全国各地的业务进行全面、集中和即时的管理。

7. 无收益资产过大，整体赢利能力不强

对中国商业银行来讲，无收益资产庞大是一个普遍性的问题。除了因商业银行经营和管理不善而形成的无收益资产（不良贷款）外，商业银行内部还有大量无收益资产，如办公楼、职工住房、招待所、单位汽车等。不少商业银行的资本金基本上都被办公楼和汽车等无收益资产所占用，商业银行成了全部靠负债经营的机构。商业银行无收益资产的增加，必然减少其赢利能力和抗风险能力。因为，在商业银行的资金总量中，无收益资金的增加，有收益资金的数量必然减少。商业银行要想用较少的赢利资金去赚取全部资金的收益，必须承担较高的风险，增加高风险的资产。因此，高进高出就成了一些商业银行维持运转的必由之路。实际上，商业银行在高进高出的同时，其承担的风险也在不断

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加高。正是这些商业银行的违规操作，使整个中国商业银行的风险河床被逐步抬高，而且有形成“悬河”之势。

8. 机构庞大重叠，工作效率低下

中国商业银行的人员数量之多、机构设置之重叠、管理人员之众是举世无双。仅几家国有商业银行的员工加在一起，就达数百万之多。大量人员不从事具体业务，结果造成公文越来越多、会议越来越多、管理费用越来越多、工作效率却越来越低。

从中国商业银行所处的经营环境中不难看出，中国四大国有商业银行面临的风险巨大，不仅有体制性风险、市场性风险，而且有管理性风险。在这种缺乏竞争优势的情况下，怎么能不怕国外商业银行的冲击呢！

二、发达国家的商业银行优势何在

知彼知己方能百战不殆。为了使我国商业银行能够在“入世”后战胜发达国家商业银行的挑战，我们必须对竞争对手的实力有一个清楚的了解。那么，发达国家的商业银行到底有那些竞争优势呢？概括起来，主要有以下几点：

1. 业务范围广

随着世界金融业务自由化、经营范围一体化的加强，近年来，国际金融业务的一个最大特点就是商业银行经营的业务范围不断扩大，发达国家对国内金融的限制逐步放松或取消，如美国通过了《里格－尼尔1994年银行跨州经营和跨州设立分行之效率法》，该法的通过打破了美国银行经营的地域限制；美国参众两院又于1999年11月通过了《金融服务现代化法案》，导致主宰了美国银行业长达66年之久的《格拉斯－斯蒂格尔法》中关于银行、证券和保险不得混业经营的限制寿终正寝；一向实行严格分业管理的日本，1994年大藏省批准了五家主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要商业银行成立了附属证券公司；欧共体成员国则允许其银行在该地区内自由设立分支机构，并且外国银行和本国银行享受相同的待遇，可以经营全部银行业务。这样，银行不但经营传统的存款和贷款业务，而且经办证券等其他投资银行业务，银行业务与证券业务一体化已成为当前金融业的重要特征。金融与证券业务的一体化后，银行经营的业务范围实际上扩大了。

2. 资本充足率高

由于发达国家的商业银行多为上市企业，只要银行经营业绩好，只要银行的股东能够获得理想的投资回报，商业银行就可以源源不断地获得自己需要的资本金。这样，发达国家商业银行的资本金一般都高于国际清算银行规定的 8% 的资本充足率。以美国花旗银行集团为例，由于其资本金太多，在 1999 年通过股票回购的方式向股东退回 40 亿美元的资本金。由此可见，对发达国家的商业银行来讲，只要有赚钱的业务，他们随时可以获得他们需要的资本，而充足的资本使其具备了业务不断扩张的能力。

3. 产品创新能力强

由于发达国家的金融市场发达，商业银行在法律允许的范围内可以自由进行金融产品的创新。商业银行为了增加自身的竞争优势，为了赚取丰厚的利润，各家商业银行业务创新欲望强烈，目前市场上流行的许多金融产品和管理工具如期权、期货、利率掉期、货币掉期、各种金融票据和债券、各种消费信贷、融资租赁、私人理财、资产管理、资产证券化等等都是发达国家的银行创造出来并推广到全球金融市场上的。总之，凡是能够为其带来利润的金融产品，凡是有客户和市场开发前景的产品，他们都会进行开发和推广。为了能够使自己不断有新的金融产品推出，发达国家的商业银行一般都有自己的产品开发和推广部门。

4. 赢利能力强

赢利能力强是发达国家商业银行的又一个竞争优势。以美国为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例,1999 年美国商业银行的平均资本回报率在 15% 以上,而花旗银行 1999 年资本回报率则高达 22.7%。高额的资本回报率表明他们资本的使用效率很高,表明他们把宝贵的资本资源投资到了最能产生效益的业务。较强的赢利能力,还能使发达国家的商业银行降低筹措资金的成本,使银行的经营走向良性循环,并得到可持续的发展。

5. 收入来源多样化和全球化

在发达国家商业银行的收入来源中,利息收入的比重在不断下降,而非利息收入(包括证券承销手续费、自营交易收益、代客交易手续费、资产管理手续费、投资收益)的比重在不断上升。在美国,一些大的商业银行的非利息收入占全部银行收入比例高达 45% 以上,即使一些小的商业银行的非利息收入也要占到 30% 左右。

发达国家商业银行另一个重要竞争优势是银行收入来源的国际化。据资料介绍,国际上著名的商业银行如瑞士联合银行、美国运通银行、英国汇丰银行的非本土业务收入平均占全部银行业务收入的 30% 左右,而美国花旗银行的非本土收入甚至高达 50%。由于发达国家商业银行收入来源具有多样化而且全球化的特征,因此,这些商业银行的经营业绩一般都呈平稳递增趋势,很少出现经营业绩的大幅度波动,这是地区性银行所无法实现的。

6. 有灵活的经营机制

发达国家的商业银行之间的竞争是残酷的,商业银行只有两条路可走:一条是不断增加自身的竞争能力和赢利能力,成为市场中的优胜者;一条是因缺乏竞争优势和赢利能力,被其他银行兼并或自行破产。发达国家的商业银行为了避免走上第二条道路,均建立了一套灵活的经营机制:即在不断增加收入来源渠道的同时,尽量降低商业银行的经营成本,以使商业银行股东利益最大化。以美国花旗银行为例,1999 年在收入比前一个财政年度增加 16% 的同时,还降低 20 亿美元的经营成本,如此令人叹服的管理水平,花旗银行怎么能没有竞争力呢?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、“狼”就要来了，我们该怎么办

中国正在融入世界经济的大循环之中，中国商业银行面临的形势越来越复杂，不仅要面对实力雄厚、训练有素的国际商业银行的竞争和挑战；还要面对中国金融市场的现实即市场规则缺乏、竞争无序的市场环境；同时还要面对自身管理落后、机构庞大的现实。这“三座大山”使中国国有商业银行已没有了退路，要么在压力下重生，要么在竞争中被淘汰出局，第三条道路是没有的。可以说，我国现行的商业银行体制已经不能适应我国经济体制改革的需要，我国现行的商业银行已经不能战胜发达国家商业银行的挑战。因此，对中国商业银行进行结构性改革已在所难免，问题是由我们自己进行主动性改造，还是像日本商业银行那样在经营不下去时再被动式改造。

笔者认为，经过二十多年的经济体制改革，我国已经具备了对商业银行进行主动式改革的条件，我们完全可以凭我们自己的力量对我国的商业银行进行“脱胎换骨式”再造，使我国商业银行具备与发达国家商业银行相抗争的能力。为此，我们必须从商业银行外部经营环境和内部管理体制两个方面同时进行改革，也只有这样，才能使我国的商业银行具备与发达国家商业银行抗衡的能力。

从商业银行运作的外部环境来看，我们应从以下几个方面为商业银行的商业化改革创造条件：

1. 明确商业银行的产权关系

解决国内商业银行缺乏竞争力的最关键问题就是要明确产权关系，使国内商业银行真正商业化。产权是指财产的所有权和使用权。商业银行的产权是指商业银行的所有权和经营权，明晰商业银行的产权就是明确界定商业银行的所有权和经营权。也就是说，在有关的法律中，要明确谁是商业银行的所有者，谁是商业银行的经营者；明确所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有者应对商业银行承担什么样的风险、得到什么样的收益，以及具有什么权力和承担什么责任；明确经营者应当对商业银行的经营履行什么职责。商业银行的所有者和经营者都必须在法律的原则下开展工作。

从国内其他行业改革的成功经验来看，明确产权关系的最有效办法就是公开上市。以电信行业为例，由于原有的电信与银行一样属于国家的垄断性经营行业，产权关系不明确，因此，电信改革一直是困扰中国政府的难题。但1997年“中国电信”在香港的上市，使电信行业的产权关系明确了，其他问题也好解决了。我国商业银行可以借鉴中国电信成功上市的经验，把部分优质资产先上市，然后再通过注资或收购的方式使商业银行成为一个真正的上市的公众企业。通过上市明确商业银行的产权关系，使商业银行真正成为一个独立经营、自负盈亏、优胜劣汰的独立法人。在商业银行成为上市企业后，商业银行的所有权和经营权就会真正明确，股东为了使自身利益的最大化，就会自觉地对商业银行的管理者行使监督职能，商业银行的管理者也就会把增加股东回报放在重要位置。这样，商业银行自己就会想尽一切办法提高企业的竞争能力，就会平衡风险和收益的关系，就会改变过时的、不能适应市场经济需要的管理体制。

2. 加强金融法制建设，提高金融政策制定和执行的透明度

市场经济就是法制经济，为了规范市场，就必须加强相关的法制建设。通过立法，规范投资主体的经营，使整个市场的运作有法可依。如商业银行的经营范围以法律的形式确定以后，就不能人为地随便修改。只要商业银行不违犯法律，一切经营活动均由商业银行自主决定，任何部门和机构均无权干涉，使商业银行真正成为一个自主经营的经济实体，不再为让下岗工人吃上年饭而发放“吃饺子”贷款。

与此同时，我们还要取消金融市场中的计划经济成分，取消容易导致多种不良后果的额度管理办法，打开金融政策制定的暗箱，建立基于市场选择的制度，使政府监管部门从微观审查中解放出来，使政府从又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当裁判又是队员的尴尬境界中解放出来,使政府监管部门专职进行市场游戏规则的制定,并对违反游戏规则者进行处罚。

总之,金融市场按照市场规律运转以后,不仅可以避免目前通过行政手段管理金融市场所产生的各种腐败行为、各种非市场行为,而且还会使市场参与者真正承担起自己的责任即商业银行要对股东负责、股东要对自己的投资行为负责,避免政府承担过多的市场风险。

3. 大力发展资本市场,减轻商业银行负担

改革开放以来,我国国民收入的分配格局发生了重大变化,分配的比重由过去的财政高度集中逐步向个人倾斜,财政集中的份额从过去最高的50%下降到1997年的10%左右。全国财政1999年虽然达到了创记录的10000亿元人民币,但城乡居民的储蓄存款已超过60000亿元人民币。如何合理引导60000多亿的个人资产就成了我国金融市场健康发展的重要因素。

在传统的计划经济体制下,以中央银行为核心、国有商业银行为主体的间接融资体系是我国金融市场的主渠道。在20世纪90年代,我国居民金融资产中的82%以上都是银行存款,同时,国有企业外部资金来源的90%以上为商业银行贷款。这种单一的金融市场结构,使我国金融市场积累着巨大的体制性风险,表现在逾期贷款增加,应收而未收的利息在1995年高达2200亿元人民币。因此,必须大力发展资本市场,减轻商业银行负担。

为此,我国应大力发展股票、国债、企业债券在内的资本市场,丰富金融市场商品的种类,使投资者可以很方便地买到自己需要的金融产品,使融资者可以拓宽融入资金的渠道,避免单一的负债结构。直接融资增加了,就可以减少个人和企业对商业银行过分依赖。这样,商业银行也就可以减少社会压力,就可以集中精力抓自身的经营效益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 有管制、有限度地开放一些金融领域给外资商业银行

主动让发达国家的商业银行到国内来参与竞争，对于改善我国商业银行的经营管理、提高国内商业银行的竞争力、减少国际金融市场对国内商业银行的突然袭击、加速与国际金融市场的接轨都是非常必要的。因为，世界一体化的趋势已经形成，中国金融市场的对外开放只是一个时间问题，特别是中国“入世”以后，这方面的问题会更加突出。但从目前的实际情况来看，国内商业银行无论在资金实力、管理技术方面，还是在业务开拓、市场竞争力方面都无法与国际上著名的商业银行相抗衡。

在国际商业银行对我国商业银行竞争压力已形成的情况下，单纯的政府保护是没有出路的。在这方面，日本有很深刻的经验教训。长期以来，日本金融业处于封闭状态，不允许外资染指国内金融业务。由于日本商业银行长期处于政府的强大保护伞之下，没有自我发展和生存的本领。结果，当日本在国际社会的压力下，不得不开放国内金融市场时，日本商业银行缺乏竞争力的原形毕现。原来日本商业银行的庞大资产外壳，无法抵御在激烈市场竞争中生存下来的国际性商业银行的竞争利剑。在强大的竞争压力面前，一个个貌似强大的日本商业银行纷纷落马。

事实表明，政府对国内商业银行的保护越多，国内商业银行的竞争能力就越弱。因为，它没有生存压力，也就没有竞争的动力。再以家用电器为例，在我国刚刚对外开放时，几乎市场上的全部家电都是进口产品，国内家电没有一点竞争力，但十几年之后的今天，国内家电以其低廉的价格、高质量的产品和服务又重新占领了国内市场。从这个例子中可以看出，如果当时没有家电市场的开放，没有国内企业的生存压力，也就没有今天我国家电产业的繁荣。我国要避免日本商业银行所犯的错误，就必须让国内的商业银行去与国际商业银行竞争，并在竞争中锻炼生存本领。当然，在我国开放的初期，国家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对我国的商业银行进行适当的保护是必要的，但不能为保护而不让其有竞争对手。

5. 建立科学的金融产品定价体系

高风险、高回报是市场经济的一个重要法则。根据这个法则，如果一个投资者想要获得高的投资回报，那么，这个投资者就要承担较高的风险；同样，一个融资者要想以较低的成本融进资金，他就必须有一个较高的信誉，否则，它就必须付出较高的融资成本和代价。因为，在市场经济中，信誉也是有价值的，不同信用等级的融资者虽然都可以在市场上融得资金，但为融入资金所支付的成本是不一样的，AAA 级企业和 CCC 级企业的筹资成本应该有较大的区别，因为投资者承担的风险不同。如果说 AAA 企业的融资成本为同期基准利率上加 30 个基本点，那么，CCC 企业就应该加 200～300 个基本点。只有这样，也才可以根据自己的风险嗜好及承担风险的能力来选择贷款对象，商业银行才可以避免高风险低收益的情况发生。

6. 建立企业评级体制，树立中介机构信誉

为了保证市场的透明度，减少商业银行承担过多的信用风险，必须建立起一套规范的企业评级制度。通过这些工作，使我国逐步建立起一套市场普遍认可的信用评定制度，并在市场发展的基础上培养出我国的“穆迪和标准普尔”。只有中国的信用评级机构有信誉了，信用评级的结果被广大投资者接受了，中国的市场才可能得到真正的发展，商业银行才不会出现“为让借款人还款而请借款人吃饭”的有悖市场经济规则现象。

在外部环境改善的同时，商业银行也要对自身进行改革，为提高自身的竞争优势创造条件。

1. 建立效益第一的企业化经营观念

我国国有商业银行内部改革的关键是观念的更新，即使银行的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一个员工都明确国有商业银行是企业而不是政府机关,也不是政策性银行。国有商业银行与其他商业银行或企业除了资本金来源不一样外,其他方面都一样,都需要追求利润的最大化,都需要最大限度地增加股东的投资回报。同时,与其他企业一样,如果没有赢利,如果缺乏市场竞争力,国有商业银行一样会被市场淘汰。

为此,国有商业银行要切实树立成本观念、效益观念、风险观念、市场观念和客户至上的服务观念。只有真正转变了长期以来形成的非市场经济观念,只有真正按市场经济的规则去管理和经营银行业务,只有真正树立成本效益观念,只有将企业的效益与每一个员工的切身利益联系在一起,国有商业银行自身才有改革的动力和压力。

2. 建立按贡献付酬的分配制度

现代企业管理理论一个重要内容就是建立企业科学的分配机制。实践无数次地证明,一个企业要想在激烈的市场竞争中保持优势地位,就必须建立一套能够吸引和留住优秀人才的分配制度。这个制度应该使每一个为企业做出贡献的员工能够得到相应的报酬。有"全球第一总裁"美誉的GE总裁韦尔奇在回答关于如何建立一个促进、提高企业职员的士气的提问时指出:企业中有10%的员工是最优秀的,要给他们最好的培训、待遇,困难的是说服中间的50%的人,至于垫底的10%的人,则不要给他们任何东西,这部分人最好到另一家企业重新开始,去重建新的名誉。虽然韦尔奇总裁的理论有些极端,但其关于企业分配机制的基本原则同样适用于国有商业银行。那么,如何才能建立按贡献分配的制度呢?实践证明,年薪制是一种比较好的报酬分配方法。一般来讲,年薪制是由三部分组成:一是基本工资,主要是能够满足雇员的基本生活需要;二是年终奖金,根据企业和个人的业绩而进行的奖励,它是员工的主要收入来源;三是福利。通过年薪制,就使国有商业银行的人工成本由原来的固定成本转换为变动成本,可随商业银行经营的业绩来改变成本,以保持商业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行的赢利性；同时，由于使员工的业绩和奖金挂钩，员工的积极性也会得到极大地发挥。另外，在条件成熟后，还可以采用股票期权制度，以把员工的切身利益与银行的长远发展结合起来。

3. 创造自己的品牌优势

一个企业要想在日趋激烈的市场经济中站稳脚跟并不断扩大市场份额，一个重要前提条件就是要拥有能够发挥自己竞争优势的主导产品，国际上成功的跨国商业银行无不如此。反之，如果一个企业没有主业，总是什么都想做，结果肯定是遍地开花，看起来很美丽，但收获却不一定理想。因为，每一个企业的财力、人力和管理管理能力都是有限的，特别是每一个行业均有自身的行业特点，需要专门的技术和管理人才，一个企业不可能在每一个产品上都保持竞争优势。国有商业银行也是一样，要想在激烈的市场竞争中立于不败之地，就必须建立自己的拳头产品，并将资金和产品优势转化为竞争优势。

为此，商业银行要有一套能够占领行业前沿阵地的产品开发和营销机制。现代经济发展速度是历史上从未有过，产品更新换代的速度是惊人的，一个企业要想在市场中立于不败之地，一个重要条件就是要能够不断推出领导市场潮流的新产品，要有产品的开发和研究能力，同时，这些产品要有广阔的市场发展前景。

4. 建立适合商业机构运作的职务序列

商业银行不是政府机关，而是一个以效益为中心的商业企业。因此，其所有运作和管理方式都应该按企业化管理的方式来进行，包括商业银行员工的职务序列。国际上商业银行的职务一般分为两类：一类为职称（Title），就像大学里的教授、讲师和助教一样，商业银行分为董事总经理、副总裁和经理，有的在董事总经理和副总裁之间还有一个执行董事。另一类为职务（Function），就像大学里的校长、系主任、室主任一样，商业银行分为首席执行官（Chief Executive Officer）、财务总监（Chief Financial Officer）、运作总监（Chief Operation

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Officer)、部门负责人(Department Head)和小组负责人(Team Head)。除了董事长、首席执行官和财务总监等银行高级管理层职务外,无论商业银行职员在银行内部的实际职务如何,但单从名片上看,每一个有一定工作经验的职员都会有一个令人尊敬的职称。

商业银行之所以要设立这么多复杂的职务和职称序列,原因有两个:第一、便于与客户打交道。全球都一样,会见讲究级别,一般都是同级别会谈,为了工作的方便,商业银行的员工对外要有一个令人尊敬的官衔;第二、内部激励的需要。以大学为例,一个系的主任只能有一个,即使再加上两个副主任,官的位置总是有限的,但很多人的理论水平并不比系主任低,又不可能都当系主任,最好的办法就是多评一些与系主任待遇相当的教授和副教授,否则,大学是很难留住优秀人才的。商业银行也一样,官的位置总是有限的,不可能人人都当官。为了留住优秀人才,商业银行也应该建立职称和职务两个序列,使商业银行的员工从官这个"独木桥"中解放出来,使商业银行做到没有职务的员工的收入可能比有职务的员工的收入还高,高收入的员工之所以没有职务,很可能是因为其管理能力不强,或该员工不愿或不善于做行政性工作。

5. 建立科学的人才评价体系

商业银行最重要的资产是人,拥有一大批集聪明、挑战精神、团队精神、创造性、高效率、有条理、诚实、自信等于一体的人才是商业银行成功的关键。问题是如何才能得到和留住这些人才呢?国际上商业银行的实践证明,科学的绩效评估制度是保留和吸收优秀人才的重要措施。所谓绩效评估,就是每年对企业所有员工前一个工作年度的工作成绩或不足进行的综合评定,评定的结果将成为企业员工获得提拔、奖金的重要依据。实践证明,绩效评估制度成功与否的关键在于是否能够做到公正和客观。

那么如何才能保证商业银行的绩效评估公正和客观呢?一般来讲,它主要是通过一系列的程序来保障的。其程序包括:第一,全面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性。为了保证对被评估人的公正,商业银行要按照员工的管理权限,指定每一个被评估人的评估督导,评估督导负责对被评估人选定的评估人进行审定,一般要求每一个方面的评估人员至少有两个以上,以保证评估人对被评估人的评价公正和全面。第二,保密性。为了做到保密,下级对上级的评估是不要求填写姓名的,而且,对评估结果的汇总要找与商业银行没有任何业务关系的独立公司完成。这样,下级才可以大胆而客观地反映上司的情况,而不必担心打击报复。第三,评估反馈。评估督导要将有关人员的评估表进行汇总,并根据所有评估人的评估结果填写本年度的评估报告。评估报告的内容包括:被评估人过去一年取得的成绩、存在的问题和来年需要改进的地方等内容。评估督导要安排专门时间与被评估人进行面对面的交流,如果被评估人对评估结果有不同看法,双方还可以交换意见,甚至可以邀请人力资源部的人员参与面谈。被评估人员如果对评估督导的评估总结没有异议,需要在评估表上签字确认。

绩效评估的目的有三个:首先,是帮助同事在来年更好地工作,通过不同人的评估,被评估人可以更好地了解自己的优缺点及以后工作的努力方向;其次,是通过与督导的双向交流,被评估人就会进一步明确商业银行的文化,明确商业银行鼓励做的和不允许做的,使商业银行的员工工作更加有效;第三,是确定商业银行前一个年度的奖金。商业银行的薪水和绩效是挂钩的,评估的结果将影响到被评估人当年的收入。为了保证商业银行分配制度的公平合理,真正做到按贡献分配,最好的办法就是按各方(评估人、被评估人和评估督导)满意的评估结果进行分配,这样,虽然分配的最终结果可能是很不同的,但分配的原则是透明和公平的,员工不会对分配结果产生抱怨。同时,商业银行的员工也会从年终的分配结果中得到这样一个信息,即自己要想获得更多的报酬,就必须为商业银行做出更大的贡献,否则,不但得不到奖金,甚至可能连工作也难保。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 强化预算的管理功能

国有商业银行机构庞大、人员众多、分工各异，而且有的员工整天在外奔波。如何对国有商业银行的人员进行有效管理呢？最有效的办法是预算，即每一个部门、分支机构和每一个人都有明确的收入、成本和利润指标，一切工作都要围绕这个指标转。这样，不管人在何处，预算就像孙悟空头上的紧箍咒，只要唐僧嘴一动，孙猴王就立即有反应，这就叫机制。

商业银行每年要有收入预算、成本预算、利润预算、资本回报率等指标，商业银行的全部运作都要集中在这几个方面，商业银行要想尽一切办法增加收入，最大限度增加股东回报。在残酷的市场形势面前，在增加收入无望的情况下，商业银行如何才能完成股东确定的预算呢？最有效的办法就是降低成本。商业银行的成本分为可变成本和不变成本两种，不变成本包括房租、计算机等投资，由于其为商业银行运转的基本条件，无法及时变现；可变成本包括员工的工资、福利、差旅费、奖金等，这些成本随时是可以进行调节的，如原来乘坐的公务舱可降为经济舱等。相对来讲，商业银行成本中的可变成本要大于不变成本，因此，降低可变成本就成了商业银行常用的手段。对商业银行业来讲，最大的可变成本就是人力成本，人是商业银行最重要的资产，也是最大的成本。为了在市场不好的情况下仍能保持原有的赢利水平，就需要大幅度降低人力成本，国外商业银行常用的方法包括：一是降低员工的各种福利、基本工资和奖金，等市场形势好转时再补偿；二是裁减人员，主要是裁减工资最高、一时又无法发挥其创造财富能力的高级人员，由于其成本巨大，裁减几个人就会使商业银行的成本大幅度降低。

为了完成商业银行确定的预算和资本回报率，要么增加收入，要么降低成本，是美资商业银行在国际金融市场上长盛不衰的重要法宝。由于美资商业银行对这个法宝用的好，使其能够始终以较低的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成本参与竞争，并使他们能够长久地保持活力。我国国有商业银行要想在“入世”后能够长期与“狼”共舞，就必须强化预算的约束功能。

7. 建立客户至上的经营原则

客户是商业银行的生存基础。商业银行要想在激烈的市场竞争中立于不败之地，就要有一大批优质的客户。如何才能拥有一大批优质客户呢？首先，是要培养自己的客户。商业银行的销售人员要有一双慧眼，能够看到其他人看不到的宝贵资源。因为，商业银行争夺客户资源的竞争是残酷的，如果所有商业银行都认为是好的客户，结果肯定是所有的商业银行都去抢，鹿死谁手是不可预测的。因此，商业银行要培养一批自己的忠实客户，要善于发掘其他商业银行没有看到或看到了而没有重视的客户。其次，是要争夺好客户。强调自己发现客户并不是不参与竞争，对那些商业银行界公认的好客户还是要积极争取的，不竞争肯定没有希望，参与竞争了可能就得到了。一般来讲，大家都争取的客户，肯定是信誉比较好或能够为银行带来收益的客户，商业银行与该客户做业务的风险就小。另外，在一定时间里，市场上的蛋糕是一定的，一个商业银行市场份额的增加，就等于另一个商业银行份额的降低。因此，商业银行要保持市场上的领导地位，就必须积极争取每一个客户。第三，服务好已有的客户。原有客户是商业银行最好的广告，原有客户的宣传是商业银行新的客户来源的重要渠道。因此，成功的商业银行对已有的客户始终提供一样的服务，使客户感到做业务之前和之后一个样，项目完成之前和完成之后一个样，这样才能在市场上树立良好信誉，原来的客户才会介绍新的客户。一些商业银行做完项目就不管原来的客户的做法是非常愚蠢的，也是商业银行的大忌。

8. 建立纵横交错的考核和汇报体系

商业银行是一个专业性很强的行业，商业银行的每一项业务都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有自己独特的规律和特点，因此，商业银行也要建立适合自己特点的考核和报告体系。具体来讲，就是要建立一个按产品和地域双重考核和汇报的体系，即纵横交错的体系。

从产品这条纵线来讲，商业银行所有产品方面的工作要实行纵向管理，即全行所有的金融产品要实行统一的产品定价、统一的营销策略、统一的成本核算，每一个产品部门的最高负责人有权选择下一级产品部门的负责人及确定其报酬，金融产品成交与否的最终决策权在每一个产品部门的最高负责人，地域性分行的管理层可以参与决策。当然，并不是每一个产品的决策中心都在总行，经过总行管理层授权，一些特定金融产品的决策中心可以设在一个特定的地域性分行，也可能这个特定地域性分行的负责人就是这个特定金融产品的最高决策人。

从地域这条横线来讲，地域性分行的管理层主要是保证当地分行的正常运转，协调分行内部各部门的关系，发展和维持当地客户的关系。地域性分行的管理层对自己分行经营的产品有知情权和建议权，但不具有最后的决策权，当然也不对具体金融产品的运作承担直接责任。

实行纵横交错的考核和汇报体系的最大益处就是：第一，保证商业银行信息传递的公正和实行专业化管理。由于商业银行的信息传递渠道增加了，客观上就可以防止一个人说了算的现象发生。同时，也防止外行领导内行，使商业银行的决策真正实现行内领导和集体决策。第二，通过划小核算单位，使银行能够很清楚哪些产品赢利能力强哪些产品赢利能力差。这样，银行管理层就可以通过不断调整人力和资金资源，扶持具有竞争优势和赢利能力强的产品，限制赢利能力差的产品，提高商业银行资本的整体回报率。

（该文发表于2001年8月份的《金融论坛》杂志，被多篇文章引用。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济全球化与国有商业银行业再造

20 世纪 80 年代以来，经济全球化已经成为世界经济发展中出现的最引人注目的大趋势。世界经济的整体发展(包括中国在内)将越来越受到这一趋势的影响。所谓经济全球化，是指经济资源在全球范围内自由、全面、大量的流动和配置，使得世界各国经济越来越相互开放和依存，各国经济的发展与整个世界经济的变动越来越相互影响和制约。

经济全球化主要表现在：

一是经济资源在全球范围内自由流动。二战以来，世界各国进口关税平均下降 40% 以上，现在发达国家的工业品加权平均关税已降至 3%，发展中国家降至 13%。关税大幅度下降，经济上的国界障碍逐步弱化，这就为经济资源在世界范围内的自由流动创造了条件。以世界商品和服务贸易额为例，1948 年全球的贸易额为 600 亿美元，而到 2000 年底，全球的贸易额达到 7.8 万亿美元。世界贸易组织预测，到 2005 年，全球的贸易额将达到 10 万亿美元。

二是经济资源在全球的流动是全面的流动，即包括商品、劳务、资本、技术等各种资源在内的流动。因此，当代的经济全球化是包括贸易全球化、金融全球化、生产全球化、技术全球化等多方面的具体内容。

三是世界各国经济更加紧密的联系在一起，形成了一体化的全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球经济，全球经济的依存度不断提高，全球货物与服务的出口占全球总产出的比重不断增加，1950 年为 7%，而到 2000 年，已达到 23%。世界已经变成了一个“地球村”。

一、“入世”加速了我国的经济全球化进程

随着世界经济全球化趋势的加强，各国在贸易中必然会遇到各种各样的问题，为了便于协调国家之间的贸易关系，1947 年由美国、英国等 23 个国家发起并成立关贸总协定，1994 年底被由 125 个缔约方组成的世界贸易组织（WTO）取代，世界贸易组织成员之间的贸易占了世界贸易总额的 90% 以上。为了赢得世界贸易组织的席位，为了成为世界经济大家庭中平等的一员，经过 15 年的谈判，中国终于在 2001 年 11 月 11 日实现了这一愿望。但事情都是一分为二的，为了享受世界贸易组织所规定的权利，我们做出了两个重要的承诺：第一，我们承诺按国际规则办事，承诺市场经济；第二，我们承诺按照世界大多数国家市场开放的程度对中国市场进行更大的、范围更广的、更深层次的开放。正如中国“入世”首席谈判代表龙永图所说的，15 年的谈判无非谈出了八个字，一个是“市场经济”，另一个是“开放市场”。

加入世界贸易组织后，我们虽然赢得了一个平等竞争的国际贸易环境，最突出的就是美国不会再对中国进行每年一度的最惠国待遇审理，但同时，我们也必须按国际规则办事，我们必须广泛地开放国内市场，包括金融市场。在加入世贸组织之前，我们虽然一直在改革开放，但开放的领域主要集中在制造业方面，加入世贸组织之后，我们的开放就是全方位的开放，不仅开放制造业，而且要开放服务产业。加入世贸组织就加快了我国服务型产业参与全球化竞争的进程，长期限制国外同类产业进入我国的政策将逐步被取消，我国国有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业银行将与国外的国际性商业银行处在同一个开放的竞争性市场。我国国有银行业就面临一个全新的生存环境，即不仅要面对国内股份制商业银行的竞争，而且还要面对具有丰富国际银行管理经验、充足资本金、人才济济的国际性商业银行的竞争。国家原有的保护国有商业银行的篱笆将逐步被拆除，国有商业银行要真正走到市场中去了，要到市场上与久经沙场的国际性商业银行争市场份额、争客户。中国的"入世"加速了中国参与经济全球化的进程，同时，全球化的经济对我国经济发展的影响力将不断增强。

全球化是世界经济高度发展后的必然趋势，中国要融入世界经济的大潮，就必须顺应这一大趋势。那么，我们应该以什么样的态度对待经济全球化呢？第一，我们有能力参与全球化。我们有 23 年改革开放的巨大成果，我们具备了参与国际竞争的整体实力，我们能够在平等的竞争中得到实惠。第二，我们需要参与全球化。从我国改革开放 23 年的实践来看，正是我们改革和开放了，允许国外资本进入我国制造业市场，允许国外企业与我国企业进行竞争了，我国才出现了海尔、联想等一大批具有一定国际竞争力的著名企业。实践同样告诉我们，要使中国的服务型产业包括国有商业银行成为世界一流的企业，就必须让这些企业参与国际竞争，使它们与国际性的大企业在同一个舞台上竞技，只有这样，才能提高它们的水平，才能在竞争中不断发展壮大。没有在市场经济中经风雨、受考验的企业是没有发展潜力的。不是在市场上拼杀出来的大企业，是虚胖和病态的大企业，不可能有竞争力。因此，我们在对全球化持积极的态度的同时，我们要及时更新观念，积极应对，并在全球化大潮中抓住机会，强大自己。我们在工作中要有全球性思维，要把我国企业的发展放在全球经济的大框架中去考虑。趁我国加入世界贸易组织的大好时机，积极调整我国不合适宜的法规，提高国内企业在市场经济条件下生存和发展的能力，使它们尽快具备与国际性大企业同台竞技的素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

质和能力，使它们的根深深地扎在市场经济之中。

二、经济全球化给中国银行业带来的机遇和挑战

概括起来，经济全球化主要给中国的银行业带来了以下几个方面的机遇：

1. 对外贸易量的增加，为我国银行的国际结算业务创造了条件

据国家统计局公布，2000 年我国的对外贸易总额达 4742 亿美元，2001 年的对外贸易额将会进一步提高。对外贸易的增加，就为商业银行的进出口结算（信用证业务、汇款业务）、贸易融资业务、代客外汇买卖（即期外汇买卖、远期外汇买卖、外汇期权）等业务创造了经济条件。金融业是为实体经济服务的，没有实体经济的快速和广泛的发展，金融业就缺乏发展的经济基础和现实推动力。经济全球化极大地推动了产品和服务在世界范围内流动，客观上就为商业银行业务的发展创造了条件。

2. 外国资本的大量流入，不仅使我国银行的优质客户基础扩大，而且增加了银行的服务品种

随着我国经济环境的不断改善，外国在我国的直接投资量逐年上升，从 1979 年到 2000 年，外商在我国的直接投资达 3466 亿美元，世界 500 强中的 400 家企业在华都进行了投资。外商（特别是世界 500 强中的企业）在我国投资的增加，必然会增加对人民币的配套资金的需求，这就为国内银行创造了信贷机会；另外，国外企业的金融风险意识一般较强，他们在投资的同时，都会进行风险防范，这又为银行提供了避险业务的机会。

3. 国外商业银行在国内网点的增加，为国内商业银行提供了清算代理业务的条件

国外银行在中国开立分行后，不可能建立全国性的资金清算网

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

络系统。国内商业银行可以利用自己的网络优势，为国外银行提供资金清算服务，即为国外银行提供人民币资金在全国范围内的汇入、汇出和票据贴现等方面的服务。

4. 国外企业在中国投资和兼并的增多，为国内银行的咨询服务业务提供了条件

中国"入世"以后，国外企业为了扩大在中国的市场占有额，会进一步增加在中国的投资。在外商的投资中，一部分可能是通过直接建厂的方式进行，但更大一部分会是通过收购兼并的方式进行。无论外商采取哪一种方式，投资兼并的双方都需要中间机构的介入，这就为国内银行创造了为这些企业提供咨询、顾问服务的机会。

5. 中国企业在境外投资的增加，为中国的银行走向世界创造了条件

对我国来讲，经济全球化是双向的经济活动，一方面，外国企业会不断增加在中国的投资；但另一方面，我国的企业也会走向世界，也会在其他国家进行投资，如青岛海尔就在美国建立了家电生产、销售企业。中国企业在境外投资的增加，就为中国的银行走向世界提供了客户基础。银行随着企业走是一个世界性的规律，我国的银行也不例外。我国的银行要想成为世界级的跨国银行，就必须不断培养一批跨国性的企业，跨国性企业的出现又会为跨国性银行的出现创造条件。

6. 国外商业银行的进入，为国内银行学习国外银行的先进技术和管理经验创造了条件

西方发达国家的商业银行已经有几百年的历史，在银行的经营管理方面积累了丰富的经验，而我国的商业银行成立的时间都比较短，在很多方面需要不断发展和完善。国外商业银行进入中国后，国内商业银行就可以通过业务合作直接向国外银行进行学习。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 国外商业银行的进入，增加了国内商业银行的资金运用渠道

国外商业银行在中国开展人民币业务以后，由于其筹集资金的渠道较少，他们所需的资金将主要通过同业拆借市场上筹集，这就增加了国内商业银行运用资金的渠道。

经济全球化在给中国银行业带来业务发展机遇的同时，也给国内银行业提出了新的挑战，主要表现在：

1. 对国内银行业的服务质量提出了挑战

在全球化之前，企业选择银行的余地较小，银行业是卖方市场，但全球化(特别是"入世")后，国内的银行多了，企业和居民选择银行的余地大了，银行业将变成买方市场，银行之间的竞争就变成服务质量的竞争，国内银行业要想在竞争中获胜，就必须不断提高和改进服务质量。

2. 对国内银行业的从业人员素质提出了挑战

现代商业银行的服务内容不再单单是存款和贷款业务了，而是包括国际结算、资金交易、外汇避险、投资兼并咨询、企业重组、上市咨询等知识密集型业务；银行的客户不再是原有的国内企业和居民了，而是包括国外银行、跨国公司等国际性客户。银行业务品种和客户背景的变化，在客观上就要求国内银行的人员素质发生相应的变化，否则，就很难满足客户的服务要求。

3. 对国内银行业的工作效率提出了挑战

经济的全球化必然导致世界经济的一体化，经济一体化的结果必然导致世界经济、政治的相互依赖和影响进一步加强，世界上物流和信息流的速度进一步加快，企业对银行服务的效率要求进一步提高，银行能否为客户提供最有效率和最经济的服务，将直接影响银行的竞争力。

4. 对国内银行业的传统业务提出了挑战

经济全球化后，国内优质客户筹集资金的渠道增多，它们在需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金时，既可以通过国内外资本市场发行股票、企业债券筹集资金，又可以向国外银行借款，还可以寻求跨国公司的直接投资。客户对国内银行信贷资金的需求相对减少，企业对银行的资金依赖关系将不断淡化。

5. 对国内银行业的定价水平提出了挑战

银行的定价包括产品定价（如存、贷款利率）和服务性费用定价两种。经济全球化后，一个银行的定价水平将直接影响一个银行的竞争力水平。以美元存款为例，目前金额在300万美元以上的存款利率已经完全由吸收存款的银行自己确定，这就要求银行有较高的定价水平。因为，如果一个银行确定的存款利率过低，就缺乏竞争力；但如果定价过高，银行又无利可图。

6. 对国内银行业的资产负债管理水平提出了挑战

经济全球化后，对国内银行业的信息透明度要求进一步提高，中国的银行业就必须按国际规则进行信息披露。同时，中国的银行业要走向国际金融市场，也必须按国际标准办事。国内银行业必须对银行资产与负债的匹配性（利率的匹配、期限的匹配、币种的匹配）、资本的充足率、赢利水平、不良资产率等进行科学的分析和计算，并按国际准则进行披露。

7. 对国内银行业的风险管理技术和水平提出了挑战

随着利率的市场化（我国的大额美元存、贷款利率已经市场化了）、国际资本流动的自由化、业务品种的多样化等，就要求国内银行业加强对市场风险、信用风险、流动性风险、操作风险、法律风险、国家转移风险等进行科学管理。

三、对国有商业银行进行再造的建议

为适应经济全球化和中国“入世”的需要，为了抓住机遇，我们必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须对国有商业银行进行脱胎换骨式再造，提高其自身的国际竞争力和适应能力。只有这样，国有商业银行才有可能抓住经济全球化和“入世”带来的商机不断提高自身的竞争力，并在激烈的市场竞争中处于优势地位。国有商业银行“脱胎换骨式”再造具体包括：

1. 进行股份制改造，明确产权关系，实现真正的公司治理结构

市场经济国家发展的实践证明，股份制是现代企业制度的一种有效组织形式。以德国的著名国有企业维亚格为例，该公司于 1923 年 3 月 7 日成立，德国政府长期是其唯一的股东，维亚格是一个典型的国有企业。在股份化以前，国家对企业进行了大量的投资，但却无法从维亚格得到任何回报，维亚格无法生存了。为了解决维亚格的生存和发展问题，1986 年 5 月 28 日该公司实现了股份化，1988 年成为上市公司。股份化使维亚格迅猛发展，1996 年维亚格的税前利润为 25 亿马克，而 1986 年企业的赢利仅为 1.48 亿马克。

为什么股份化能够促进维亚格的发展呢？首先，企业的董事会职责明确了，他们不再论资排辈选择管理人员，而是根据市场需要从市场上选择有能力的人员（而不再像以前，都是由政府部门委派的，各自为其代表的部门负责，而不是为股东负责），人员的变动，也是管理行为和方法的变动，使他们摆脱了政府的束缚，他们开始跟踪市场的变化，而不再看政府的脸色办事。其次，企业有了经营企业的自主权。股份化后，为了在股票市场上长期生存，通过重要的企业扩张战略手段使维亚格从一个原料企业转变为服务和商业企业，在后来 10 年中，它位居德国十大工业企业之列。自 1994 年以来，维亚格董事会再次将其经营方针集中到五个核心业务即能源、化学、包装、货运和电信。而作为国有企业做战略性变动是不大可能的。实践证明，维亚格走了一条正确的道路。维亚格从一个国有企业走向国际化，根本的动力就是股份化、利益多元化、管理民主化和制度化。

股份化虽然并不是包治百病的灵丹，企业成功的关键在于国家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的经济实力。但如果不走股份化的道路，国有商业银行就无法适应经济全球化和“入世”的要求。为此，我们要加快对国有商业银行进行股份化的进程，通过股份化，使商业银行实现公司法人治理结构，即通过公司章程明确银行的股东会、董事会、监事会和经理层的职责，形成各负其责、协调运转、有效制衡的公司法人治理结构。董事会应该大部分由独立董事构成，以制衡管理层，监督管理层的绩效。董事会下设提名委员会，负责董事的提名、公司总裁或首席执行官（CEO）的选定；薪酬委员会，负责确定首席执行官（CEO）的薪酬；审计委员会，负责监管公司财务运营状况、是否有违规行为以及有没有会给公司造成潜在风险的其他因素；财务委员会，负责确定公司的资本结构、重大投资等。

2. 建立业务部管理体制，实现差别化经营和管理体制

所谓事业部管理体制，就是在国有商业银行仍保持统一法人的前提下，将银行的赢利部门按业务性质进行划分，成立内部独立核算、绩效挂钩的业务部，业务部实行垂直管理，业务部的负责人负责本业务部门的经营和管理，并对总行行长负责。因为，银行的各项业务的内容、性质不一样，如果都按统一考核制度、统一管理办法、统一分配制度进行经营，势必影响企业的活力。例如，银行对储蓄所的柜台人员和负责审批几十亿、甚至上百亿的专职审批人的专业背景、工作经验、知识背景等要求都是不一样的，二者肩上担负的责任和承担的风险也是不一样的，二者的劳动强度和给银行创造的价值也是不一样的，如果都实行一样的工资制度，肯定是不公平的，而不公平的工资制度必然影响那些工作强度和难度都很大的人员的积极性。如果不实行业务部管理体制，不对每一个业务部的业绩和贡献度实行单独考核，就不可能实行差别性工资制度，即使实行了，也会影响银行内部的团队精神。成立业务部后，就可以根据各个业务部门的性质、创造的利润、给银行的贡献度进行单独考核、实行差别化工资制度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 加强金融产品的创新，通过增加金融产品的供给来占领金融市场的前沿阵地，获得市场先机并赚取超额利润

现代经济学告诉我们，供给本身能够创造需求。许多产品，在没有生产出来、没有被提供到市场上来之前，自然不会有对该产品的需求。从这个意义上讲，往往不是消费者先有了需求，然后再去生产；而是相反，往往是产品生产出来了，大家才会产生购买它的欲望，市场需求才会被创造出来、开拓出来。金融产品市场的供需也是同样的道理。一个银行要想在激烈竞争的市场中处于有利地位，就要不断推出能够为客户创造价值的产品，以引导客户需求，只有这样，商业银行才能成为市场中的领导者，才能赚取超额利润。

经济全球化的客观现实就要求银行不能总是跟着市场走，不能总是迎合客户现有的需求，而是要通过自己的创造性活动，去把人们的潜在需求引导到新的金融产品上。例如，银行可以通过成立债券基金、货币基金等金融产品来创造客户的代理需求。这样，既可以满足客户提高资金收益的需要，又可以增加银行中介业务的收入。总之，国有商业银行不应总是跟在国外银行的后边，不应总是模仿和追赶发达国家的金融产品，如果那样，我们很难在激烈的市场竞争中取得优势。国有商业银行要在研究金融产品生命周期的基础上，加紧金融产品的创新，争取在金融市场上做到人无我有、人有我优。只有这样，才能不断满足越来越挑剔的客户的需要，银行才能扩大市场份额、增加业务收入，银行的赢利能力才能提高。

4. 建立适应经济全球化需要的激励约束机制

国有银行要对银行现有的人员构成和收入构成进行分析，看哪些人和哪些业务能给银行带来收入。在分析的基础上，加大对创收人员和创收业务的投入，对边际成本不断增加而边际收益不断递减的业务要及时进行战略调整，要把有限的资源投到效益最高的人员和产品上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目前，我们的激励机制之所以建立不起来，我们的经营成本之所以降不下来，我们的人均利润之所以提高不上去，一个重要原因就是工资分配中的大锅饭、业务发展上的无差别。也就是说，资源配置不合理，没有将稀缺的资源投资到效益最高的地方。正如著名经济学家樊纲在分析20世纪80年代"教授上街卖馅饼"这一现象时指出的那样：这一现象反映了我们这个经济在旧体制下形成的一种病态，即在教育经费有限的情况下，喝教育经费这锅粥的"闲杂人员"多了，一个教授后边有四至五个不干教育的人与教授一起分享教育经费，给教授剩下的自然就不会多。资源有限，与教授一起分享的人多了，每一个教授的份额自然就小了。

我国商业银行目前存在着与"教授上街卖馅饼"相似的情形，即创造价值的人少，而参与分享价值的人太多，这就是国有商业银行员工收入总是赶不上股份制商业银行和国外商业银行的重要原因。为此，我们要进行业务和人员结构的调整，按照市场经济配置资源的原则，建立适合经济全球化、竞争白热化的激励约束机制，建立以按贡献进行分配、公平竞争、为客户创造价值为核心的企业文化，为国有商业银行全面提升国际竞争力和可持续发展能力创造条件。

5. 抓紧培养一批具有国际商业银行管理经验的中高级管理人才

人是商业银行最重要的资产，也是未来商业银行竞争力的核心。我们要想使我国商业银行具有国际竞争力，就必须培养一大批具有现代商业银行知识水平的管理人才、专业人才。我们可以通过：第一，在国际金融中心创办我们自己的分行，通过做业务使我们的人员掌握发达国家商业银行经营管理的知识，掌握国际金融市场和金融产品的最新发展和运用，了解国外监管部门的监管要求。第二，可以选派一批具有一定工作经验的中高级管理人才、专业人才到国外商业银行进行为期1～2年的培训，通过在国外银行的实际操作，使其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掌握现代商业银行的经营理念和营销观念。第三，可以从国外金融机构引进一批既有理论知识又有实际工作经验的中高级管理人才。据国家统计局介绍，改革开放以来，我国各行各业广泛邀请国际人士参与管理和提供技术援助，从葛洲坝到长江三峡工程，从大亚湾核电站到南浦大桥，不仅有国际大银行和外国企业的资金投入，而且也有外国专家智慧的贡献。到2000年底为止，在中国大陆工作的外国专家达42万人次。可见，直接聘用外国专家已经成为我国许多企业学习国外经验的重要途径，但在国有商业银行工作的外国专家却很少。我国国有商业银行也应该有计划地聘请一些国外的金融专家参与我们的业务经营和管理，特别在那些技术性较强的银行业务领域，如资产负债管理、风险管理、金融产品的定价和创新等。通过人才的引进，可以加快我国国有商业银行改革的进程，缩小国有商业银行与国外发达国家商业银行的差距。

6. 加快业务转型，尽快把国有商业银行建成全能性的金融服务公司

从国际银行业发展的实际情况来看，银行业务已经不再是简单的存、贷款了，而是在世界各地为客户提供服务的全能性金融服务公司。实践证明，传统的商业银行业务是一个低收益、高风险的行业，把利差收入作为主要利润来源的银行是没有前途的。因为，金融领域日趋拥挤，挤满了大量商业银行、投资银行、保险公司、经纪人公司、外国银行、政府贷款、多国组织和其他无数的贷款机构，银行家不再是稀缺资金的当然卫士，而是逐渐变为满脸堆笑的推销商，他们将充足的资金近乎硬塞给优质客户。银行在信贷方面的激烈竞争，使银行贷款业务的利差不断减少，而风险却在不断加大。国有商业银行要加快业务创新、服务创新，提高中间业务在银行收益中的比重，逐步减少对利差收入的依赖，使国有商业银行成为一个全能性的金融服务公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 加大科技投入，尽快实行国有商业银行业务的网络化、信息化和自动化

商业银行未来的竞争取决于先进的电脑和卫星通信。只有不断使用先进的科学技术装备自己，才能使现代商业银行进行全球范围内的金融服务。以个人外汇买卖业务为例，由于全球金融市场变动的无时差化，国内客户要求银行为其提供 24 小时外汇买卖服务，如果哪一家银行不能满足客户的需要就会失去这项业务，而要满足客户 24 小时交易的需要，就需要提供 24 小时交易所需的市场信息和交易工具，要做到这一点，就必须采用现代化的信息技术和网络技术。为此，国有商业银行要加大银行计算机技术方面的投入，提升银行业务的网络化、信息化和自动化水平，只有这样，才能不断满足日益挑剔的客户的需要。

四、对国有商业银行业再造时需要注意的几个问题

1. 对国有商业银行再造的长期性和艰巨性要有充分的认识

为适应市场经济的发展要求，中国的国有商业银行业必须进行再造，不对其进行再造，就没有出路，这已经形成了共识。但实践表明，对国有商业银行业的再造是一项长期的工作，不可能毕其功于一役。从国际银行业发展的实践来看，商业银行业务也是一个连续不断、与时俱进的过程，即使发达的市场经济国家的银行（如美国的花旗银行）也是在不断进行着变革，以适应不断变化着的经济需求。同时，我们对国有商业银行再造的艰巨性也必须有一个清醒的认识，再造是一个“破”与“立”同时进行的过程，“破”不易，“立”更难。在“立”时，不仅需要详细的规划和设计，而且需要非常专业的工匠去实施，否则，创意再好，也不可能建起理想的“银行业大厦”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 对国有商业银行业再造要有一个正确的心态

再造实际上是把已经不能适应新形势的关系变成适应,这种改革是一个逐步实现的过程,不可能一步到位。而且,我国的银行业有自己的特点,在对国有商业银行进行再造时,无法照搬国外的经验。我们对银行改革的目光要放得长远一些,正如邓小平在20世纪80年代说的那样:改革的意义,是为下一个十年和下世纪的前五十年奠定良好的持续发展的基础。没有改革就没有今后的持续发展。所以,改革不只是看三年五年,而是要看二十年,要看21世纪的前五十年。

因此,我们不能对改革急于求成,不能指望一次改革就可以把多年的痼疾全部治愈,不能对改革求全责备,而要从积极的方面来看待改革过程中出现的问题,不要把改革过程中遇到的一些暂时现象都归咎于改革。如国有商业银行目前的人才流失,就不能归罪于改革,如果说与改革有关系,也是因为国有商业银行改革的速度慢了,与新的股份制商业银行和国际性商业银行相比,国有商业银行的经营机制、管理体制、工资激励机制陈旧了,不能适应新的市场经济的需要。可以说,如果我们再不进行改革,就不是人才流失的问题,而是这些机构能否生存的问题。所以,我们应该从积极的态度来对待改革、支持改革、完善改革,只有这样,国有商业银行的改革才能取得成功。

3. 对国有商业银行再造时必须紧紧抓住形成竞争力的两个基础要素

国有商业银行目前面临的主要问题是缺乏竞争力。所谓竞争力,系指企业在核心技术、资本实力、服务质量基础上形成的开拓市场和争取优质客户的综合能力。形成现代商业银行竞争力的要素很多,如优质产品、优质服务、先进信息系统、优秀人才、以客户为中心的企业文化等。但国内外银行业发展的实践证明,一个银行是否有竞争力、是否能够有一个可持续发展的竞争力,关键在于是否能够将先进的公司治理结构和科学的员工激励机制进行有机结合,哪一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行把二者结合得好，哪一个银行的竞争力就强；反之，这个银行就不可能有竞争力。因为，在形成竞争力的诸多要素中，公司治理结构和员工激励机制是形成竞争力最基础要素。所谓最基础要素，就是说其他因素都是在这两个要素的基础上发展起来的，有了基础要素，其他因素会自然发展起来；而没有这两个最基础要素，其他因素就没有生命力，就没有繁衍能力。因此，我们在对国有商业银行再造时，一定要抓住主要矛盾，集中精力解决形成竞争力最关键的基础要素问题，只有这两个最基础要素解决好了，我们的国有商业银行才能形成可持续发展的竞争力，才能不断满足客户日益增长的服务水平需求。

4. 对国有商业银行再造时必须具有世界眼光

在对银行业进行再造时，既不能离开中国的国情即市场环境、人员素质等，也不能闭门造车、目光短浅，不能夜郎自大，不能小家子气。在对国有商业银行业进行再造时，必须坚持世界眼光，要积极吸收现代商业银行的一切先进管理技术和经验，要从国际竞争力的角度来规划和建设我们的银行业，要通过对国有商业银行业的再造，使它们能够与国际性商业银行进行竞争。只有这样，经过再造后的商业银行才具有可持续发展的能力，才能在全球范围内与国际性商业银行同台竞技。

[该文入选 2002 年中国银行行长(经理)优秀论文选。]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把它做成

——苏格兰皇家银行成功崛起的经验与启示

2004年9月5日至19日到英国参加一个由苏格兰皇家银行举办的衍生产品业务研讨会，会后拜访了该行公司和金融市场业务、财务与风险及审计等部门。通过交流，进一步加深了对该行发展历史、管理思想、业务特点、成功经验等方面的了解，并获得了几点有益的启示。

在2000年以前，苏格兰皇家银行还是一个总部设在英国北部城市爱丁堡的地区性银行，在世界银行排名中处于200名以后。但到2004年6月30日为止，苏格兰皇家银行的资本市值达到了490亿英镑，总资产增加到5190亿英镑，使该行成为拥有2200万客户和12.5万名员工，AA信用评级，英国和欧洲的第二大商业银行，世界上排名第五的商业银行。

那么，苏格兰皇家银行是如何从一个名不见经传的地区性商业银行发展成为世界著名的商业银行呢？有哪些成功的经验和启示呢？

一、苏格兰皇家银行龙门之跃

苏格兰皇家银行成立于1727年，是英国最古老的商业银行之一，经过自身不断的发展和收购，到1969年，苏格兰皇家银行成为拥有700家分行、40%当地市场份额的英国苏格兰地区最大银行。尽管如此，在2000年之前，该行仍为一个地区性的商业银行。

在2000年2月，苏格兰皇家银行一举成功收购了比自己资本规模大三倍的国民西敏寺银行，使苏格兰皇家银行完成了跨入世界著

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名商业银行的关键一步。由于该项收购涉及金额达 210 亿英镑，创下了英国历史上银行业收购的最大金额记录。从这次成功收购的案例中，也可以看出苏格兰皇家银行的勇气、智慧、创造性和执行力。

实际上，最早提出收购国民西敏寺银行的银行并不是苏格兰皇家银行，而是英国另外一家位于苏格兰的地区性银行即苏格兰银行，苏格兰银行与苏格兰皇家银行的共同特点就是资本规模较小，但经营管理非常好，费用收入率特别低，在 1993 年至 1998 年的五年间，苏格兰皇家银行的费用收入率由原来的 56% 下降至 52%，苏格兰银行的费用收入率则一直保持在 48%，而同期国民西敏寺银行的费用收入率则由 66% 上升至 68%。因此，两家银行都认为收购国民西敏寺银行将为自己银行的进一步发展拓宽空间。在开始时，两家银行准备共同收购国民西敏寺银行，但由于在收购流程及收购成功后的管理方面未达成一致意见，苏格兰皇家银行决定单独收购国民西敏寺银行。

苏格兰皇家银行决定单独收购国民西敏寺银行后，该行通过自上而下的收购总体益处分析、自下而上的分业务线赢利测试及管理人员能力分析，提出了一套发展战略清晰、操作细节可行的收购方案。由于准备收购方案充分、详细、可行，苏格兰皇家银行不仅在收购国民西敏寺银行的竞标中一举获胜，而且在收购成功后，收购方案中的各项措施（如领导人员配备、职责分工、内部风险控制、报告制度、绩效评估等）迅速到位，并得到很好的贯彻执行，完成收购后的苏格兰皇家银行的实际成本降低额和收入增加额均远远高于收购前的预期。苏格兰皇家银行正式从一个世界排名 200 以外的地区性银行跨入世界商业银行业的第一方队。

二、苏格兰皇家银行组织架构

苏格兰皇家银行在收购国民西敏寺银行后，在公司和金融市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

等服务公司、机构客户业务方面实行的是统一品牌战略，即将原来国民西敏寺银行的公司与机构业务统一用苏格兰皇家银行的品牌；在零售业务方面，为了减小对国民西敏寺银行原有个人客户的震动，在实现了零售业务产品统一、财务统一、风险管理统一的前提下，实行了多品牌战略，即保留了原国民西敏寺银行零售业务的品牌，形成了独特的多品牌零售业务架构。概括起来，苏格兰皇家银行是由八个面对客户的业务单元和六个内部综合管理和服务部门组成的管理权高度集中、服务客户高效便捷的商业银行集团。

（一）八个面对客户的业务单元

1. 公司和金融市场业务(Corporate Banking & Financial Markets)

公司和金融市场业务是合并苏格兰皇家银行和原国民西敏寺银行服务公司客户业务部门基础上成立的，也是英国商业银行中最大的专门服务公司等机构客户的业务品牌，到 2003 年 8 月止，该部门服务的英国公司客户数量为 75,000 个，在伦敦交易所上市的 250 家大公司中，200 家为苏格兰皇家银行公司和金融市场业务服务的客户。

公司和金融市场业务主要职责是向英国国内的商业、工业企业和机构客户提供全面的金融服务，对全球范围内的企业和机构客户提供专业的债务和风险管理服务，服务范围包括企业和机构客户所需要的全部商业银行和投资银行业务，如贷款、资金清算与结算、债务管理、债券融资、股本融资等。该单元由 7 个功能部门组成，即大公司及机构业务、公司业务、商业业务、资产融资、股本融资、结构性融资和金融市场。

2. 零售业务——苏格兰皇家银行(Retail Banking——The Royal Bank of Scotland)

零售业务——苏格兰皇家银行是苏格兰皇家银行收购国民西敏寺前的零售业务网点和品牌，该品牌下的零售业务主要集中在苏格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兰皇家银行注册地即苏格兰地区。

3. 零售业务——国民西敏寺银行(Retail Banking——Natwest)

零售业务——国民西敏寺银行是原国民西敏寺银行的零售业务网点和品牌。苏格兰皇家银行在收购国民西敏寺银行后，为了减少个人客户对收购的震动，苏格兰皇家银行保留了零售客户已经普遍接受和认可的国民西敏寺银行零售业务网点和品牌，但在产品制造、服务规范、营销管理、报告制度、人员培训、绩效评估等方面都采用了苏格兰皇家银行的标准。通过网点和品牌的保留，不仅使原有的客户顺利地保留了下来，而且通过改进服务和增加产品，进一步巩固了苏格兰皇家银行在零售业务方面的优势。

4. 资产管理业务(Wealth Management)

资产管理业务主要由两部分组成，一部分是私人银行业务，一部分为离岸银行业务。所谓私人银行业务是指为私人财富在一定金额以上的富裕个人客户提供的各类理财服务，包括货币市场基金、股票投资、债券投资、票据投资、委托贷款等业务，通过商业银行专家的增值服务，实现个人客户资产的保值增值需要。所谓离岸银行业务是指为英国以外的客户提供投资咨询、投资基金、股票投资、债券投资、票据投资、委托贷款等金融服务。

在资产管理业务方面，苏格兰皇家银行实行的也是多品牌战略，除了为了留住原国民西敏寺银行客户外，另一个重要考虑就是当一个品牌出现问题时，不会对整个银行的资产管理业务产生影响。

5. 直接零售(Retail Direct)

直接零售业务是指通过电话、网络直接服务于客户的电子银行业务。由于苏格兰皇家银行收购国民西敏寺银行时，正是网络泡沫达到顶点的时候，为了适应当时人们对网络神话(即网络将取代银行网点)的迷恋，苏格兰皇家银行成立了直接零售业务部门，在网络泡沫破灭以后，该行保留了该项业务部门，目前该业务部门主要是负责

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信用卡、电子转账和各类网上支付业务。

6. RBS 保险(RBS Insurance)

RBS 保险是苏格兰皇家银行的保险业务品牌,主要是负责英国境内外的汽车等保险性金融服务业务,RBS 保险业务的机构主要设在英国国内、欧共体国家和日本等国。

7. 爱尔兰子银行(Ulster Bank Group)

爱尔兰子银行是原国民西敏寺银行的一个全资子银行,其业务主要集中在爱尔兰,该行是爱尔兰第三大银行,拥有超过 100 万的机构和个人客户、200 个分行、33 个业务中心、400 台 ATM。

8. 美国子银行(Citizens Bank)

美国子银行是苏格兰皇家银行在美国的子银行,在 1988 至 2003 年,美国子银行兼并了 22 家当地银行,使该行的资产规模达到 600 亿美元,在 6 个州设立了 855 家分行。该行在 2003 年进入了美国商业银行的前 20 名,成为美国增长最快的商业银行之一。

(二)六个综合管理和服务部门(6 Group & Central Functions)

苏格兰皇家银行虽然实行的是多品牌战略,但在内部管理和产品制造方面却是非常统一的。多品牌战略最大限度地满足了客户需要,扩大了苏格兰皇家银行的市场份额;统一的内部管理和产品制造则最大限度地节约了管理成本和产品制造费用,极大程度地提高了苏格兰皇家银行服务质量和市场竞争力。对外多品牌战略和对内统一标准的有机结合,使苏格兰皇家银行成为世界上最有价值的国际性商业银行之一。该行内部的统一标准主要体现在以下六个方面:

1. 产品制造(Manufacturing)

苏格兰皇家银行在收购国民西敏寺银行后,投资最多、费时最长的就是整合银行的产品制造平台,包括最为复杂的信息管理系统整合。通过整合,苏格兰皇家银行拥有了一个巨大的产品制造和生产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

系统，该行产品制造部门拥有2万名员工、400套计算机系统、处理着相当于英国国民生产总值40%的资金清算业务、管理着20万个客户账户、操作5000台ATM、收取1100亿英镑现金。

产品制造工作是苏格兰皇家银行的运行中枢，它的成功运转，保证了苏格兰皇家银行服务客户的质量和效率。

2. 法律与监管(Legal & Regulatory)

法律与监管是苏格兰皇家银行法律文件起草、审查、合规性监管的权威部门。该行与客户签署的所有发行性文件(包括贷款协议、承销协议、资金清算协议、ISDA协议、保证金等等)均须要由法律与监管部门统一制定、审查，全行采用统一的客户协议，保证银行的利益时时、处处得到最大限度的保护；同时，该部门还要负责国内外政府监管部门文件的解释和监督有关监管部门文件在各个业务部门的有效贯彻和执行，防止因违反有关内外监管部门的规定而受到处罚的情况发生。

法律与监管工作是苏格兰皇家银行合法利益和信誉的保护者，它的坚守职责，保证了苏格兰皇家银行的合法利益和信誉不受损害。

3. 战略(Strategy)

战略工作是苏格兰皇家银行最权威的思想库，它负责该行的业务发展趋势、赢利来源、收益结构、企业重组、兼并、分拆等宏观决策的研究和建议，为公司未来业务的发展指明前进方向。

战略工作是苏格兰皇家银行的罗盘，它的准确定位，保证了苏格兰皇家银行这艘航船富有远见和不迷失方向。

4. 财务与风险及审计(Finance, Risk & Internal Audit)

财务与风险及审计是苏格兰皇家银行成本控制、风险预测与监控、内部稽查的核心部门，也是苏格兰皇家银行日常运作的重要保障部门。

财务职责主要由两方面组成：一是负责银行的成本、费用、收入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和赢利目标的制定、分配，并负责监管这些指标在各个业务部门的贯彻落实；二是负责银行资本金占用分配、资本回报目标制定、资金价格制定、流动性保证措施制定等，以实现银行的资本回报要求和流动性要求。

风险职责是负责制定全行统一的风险管理政策、统一的信用风险标准、统一的市场标准和统一的操作风险标准等，负责银行信用风险、市场风险的承受能力和风险额度的设定，负责交易对手的风险评价与授信，同时，负责日常各业务产品的风险识别、估量、风险指标的分配和监控。

审计的职责是负责审计标准的制定和稽查。

财务与风险工作是苏格兰皇家银行心脏、血液和动脉，它的畅通无阻，保证了苏格兰皇家银行成本收入率指标降低、流动性保障充足、风险清晰可控、内部工作严谨有效。

5. 信息(Communications)

信息是苏格兰皇家银行的信息系统开发、维护部门，也是除了人工以外，苏格兰皇家银行投资最大的部门，现代商业银行对信息系统的依赖超越以往的任何时代，没有一个庞大、复杂、高效、安全的信息系统，就不可能有一个现代化的商业银行，更不可能成为一个世界级的、有国际竞争力的银行。苏格兰皇家银行拥有一个庞大的信息系统群和庞大的系统开发、维护人员队伍。

信息工作是苏格兰皇家银行的神经系统，它的敏感触角，保证了苏格兰皇家银行这条鲨鱼行动灵活自如、大而不笨。

6. 人力资源(Human Resources)

人力资源主要是负责苏格兰皇家银行用工流程、员工福利、工资、绩效评估等人力资源政策的制定，负责协助业务部门员工的招聘组织、协调及员工手续的办理等。苏格兰皇家银行非常重视员工的主体性作用，人力资源部门就是要把员工的重要性认识落到实处，通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过建立业绩管理文化，发现优秀人才、引进优秀人才和留住优秀人才。同时，通过有针对性的培训，不断完善和发展银行员工的技能，保持银行在同业中的领先地位。

人力资源是苏格兰皇家银行的四肢，它的功能健全而强大，保证了苏格兰皇家银行在市场竞争中的信心和实力。

三、苏格兰皇家银行成功的经验

苏格兰皇家银行从一个有近300年历史的地区性银行发展成为世界排名第五的国际性商业银行的原因很多，但概括起来，主要有以下几点成功经验：

1. 持续的创新能力

苏格兰皇家银行能够保持活力的一个重要原因就是不断进行金融创新、不断根据实体经济的变化调整自己的业务范围、不断增加能够满足客户需要的金融产品。从苏格兰皇家银行发展的历史可以看出，该行虽然是一个百年老店，但它的观念和思想并不保守，它不仅能够及时适应时代的变化，而且还能成为市场的领导者。在1969年，苏格兰皇家银行通过兼并苏格兰商业银行，使自己成为苏格兰地区最大的商业银行；在20世纪80年代，它先后创立了汽车保险公司、电话银行、网上银行，使苏格兰皇家银行成为英国最有活力的银行之一；在20世纪90年代，它通过后台业务集中处理工程的实施，不仅降低了银行的经营成本，而且提高了该行的赢利能力和市场竞争力。在2000年，通过对大于自己3倍的国民西敏寺银行的收购，使自己跨入了世界最受尊重的商业银行之一。

2. 以客户为中心的实际行动

以客户为中心不仅是苏格兰皇家银行的口号，而且是他们的理念和行动。以机构设置为例，苏格兰皇家银行在收购国民西敏寺银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行后，为了能够给公司机构客户提供一站式服务，减少公司机构客户在银行做业务的程序和麻烦，苏格兰皇家银行将服务公司、机构客户的所有金融服务合并到一个部门内，使公司机构客户的任何业务需求都可以在一个部门内得到满足，这种设置不仅提高了为客户服务的效率，而且避免了商业银行不同业务单元重复营销客户的尴尬局面，使银行业务的交叉营销在体制上得到很好的落实。而鉴于英国南部及伦敦地区零售客户对原国民西敏寺银行比较认可，为了减少零售客户的恐慌与不便，在收购国民西敏寺银行以后，苏格兰皇家银行在英国南部及伦敦地区零售业务仍保留了国民西敏寺银行的品牌。

苏格兰皇家银行时时、处处、事事为客户着想的思想和行动，不仅换来了原有客户的信任和忠诚，而且吸引了大批新的客户。因此，即使发生了以小吃大的收购活动，苏格兰皇家银行的客户不仅没有流失，反而还在不断增加。可见，没有不忠诚的客户，只有不周到贴心、不能为客户提供增值服务的银行。

3. 超强的协调和执行能力

在苏格兰皇家银行收购国民西敏寺银行的初期，几乎所有的市场人士(包括国民西敏寺银行的员工)都认为，要把规模巨大的国民西敏寺银行计算机整合到规模较小的苏格兰皇家银行系统是不可能的。但事实并非如此，苏格兰皇家银行不仅成功地进行了系统整合、人员整合、业务整合和管理整合，而且所需要的时间比原计划的 3 年整整缩短了 1 年，更加难能可贵的是在高效完成两家银行整合的同时，苏格兰皇家银行的各项业务指标、赢利水平和竞争能力都得到大幅度的提高。

“把它做成(Make It Happen)”是苏格兰皇家银行的口号，也是苏格兰皇家银行的行动。该行无论在收购国民西敏寺银行的整合过程中，还是在收购完成后的日常业务中，只要是确定了的计划，各业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务部门都必须把它做成。“把它做成”已经成为该行的一种信仰。

4. 员工价值的充分尊重

“员工可以做一切他们认为是合适和可行的事情,领导人的职责就是创造一种使员工感觉到自己工作是有价值的环境。”苏格兰皇家银行首席执行官 Goodwin 是这么说的,也是这么做的。在苏格兰皇家银行,员工得到充分的尊重和信任,只要尊重苏格兰皇家银行的价值观,只要符合苏格兰皇家银行的风险管理要求,员工的工作就能够得到信任和支持。以该行香港分行为例,其分行的主要高层人员均是从当地招聘的当地人,这在其他银行是很少见的。正因为对员工的信任,员工就更觉得自己有责任将工作做好。员工的忠诚和尽职尽责,不仅减少了银行内部的矛盾和摩擦,提高了工作效率,而且提高了客户的忠诚度,降低了客户维护的成本,提高了公司的赢利能力。因为,绩效挂钩是一种激励方式,信任也是一种非常有效的激励方式。

5. 清晰的组织架构

八大业务部门和六大综合服务管理部门的组织架构,清晰地把银行的赢利中心、成本中心标示出来,为银行的科学管理创造了很好的条件。

八大业务部门是直接面对客户的前台,也是银行的赢利部门,其主要任务和目标就是服务好客户,为银行赚取利润;六大综合服务管理部门是管理和服务八大业务部门的中后台,也是银行的成本中心,其主要任务就是服务好前台、管理好前台。所谓服务好前台,就是要为前台创造一个好的环境和条件,以使前台能够集中精力服务好客户;所谓管理好前台,就是要建立一套科学、合理的监督、考核、评估、奖惩机制,以保证前台所从事的业务合法合规、风险可控、赢利真实、客户满意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、几点启示

1. 银行的变革要始终坚持以客户为中心

以客户为中心就是把是否有利于吸引客户、留住客户、方便客户、为客户创造价值为标准。银行在进行机构设置、人员配备、业务流程再造、信息传递、管理方式和理念上，都应本着客户方便、快捷和满意为前提，而不是以方便银行自身为出发点。

2. 银行的经营活动要以员工为着眼点

价值是由员工创造的。没有优秀的员工，就不会有优质的客户，就不会有创新的产品；没有优质的客户和产品，就不会有银行的持续赢利。银行要创造一种环境和氛围，使自己的员工有一种成就感、归属感以及被尊重、被信任的感觉。

银行在选择员工时，各用人部门要先确定员工的工作内容、任职条件要求，然后由人力资源部门负责组织面试等招聘程序，但最终人选的决定权在用人部门。由于各个部门的员工都是各个部门双向选择的结果，因此，大家工作起来就会目标明确、心情舒畅、同甘共苦、齐心协力。

3. 银行的管理工作要以有效执行为原则

银行管理要靠制度，制度不在多，而在针对性强，能够得到有效执行，能把握住关键点。要使制度得到有效执行，就需要做到：制度清晰，执行过程透明，结果及时反馈，奖惩公平。

银行要建立一个合理的管理架构，明确地将业务部门和服务、管理部门界定清楚，使二者各司其职、各负其责、各得其利。业务部门的主要目标是增加银行的赢利，要把为银行股东创造最大的回报为行动指针；服务、管理部门的主要目标就是要保证业务部门有一个良好的内部工作环境，同时，要保证业务部门的各项工作符合银行内部、监管部门的规定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 银行的运作要以“把它做成”为目标

要职不做事、争权不担责、会上都可行、会后做不成是大企业病的典型症状，而且因其病因复杂，很难治愈和根除。作为一个大企业总部，要想减轻这种顽症所造成的痛苦，就要建立一套能够从整体角度、有较高权威和效力的协调、决策、执行和反馈机制，来防止和抵御这种顽症的蔓延。最有效的办法就是建立首席运营官制度，由他来站在公司全局的高度协调不同业务部门在日常操作方面的难题，监督协调结果的执行和落实。通过协调、决策、执行和反馈机制的建立，使企业总部普遍面临的程序复杂繁琐、效率低下、人人苦恼而又无能为力的局面逐步得到解决。

（该文发表于《数字财富》2005 年第一期，被多篇文章引用。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

六西格玛:提升商业银行赢利能力的有效工具

——美国银行运用六西格玛成效考察

一、六西格玛的主要内容及其核心特征

六西格玛产生于20世纪末的美国摩托罗拉公司。1984年,摩托罗拉公司的高级工程师 Mikel Harry 为了改进产品设计、减少产品的生产时间和成本,在该公司创立了六西格玛方法(Six Sigma)。

六西格玛源于统计学。所谓西格玛,是对过程质量特性值变异的衡量,它用于表示1个标准偏差值,而标准偏差值就是衡量一个流程当中出现的偏差的度量值。在过程质量特征值处于正态分布时,西格玛是正态分布的标准差,如果公差范围处于质量特征值分布的左右两侧6倍标准差(即六个西格玛)的位置,则出现缺陷的概率不超过百万分之三点四,六西格玛代表了很高的质量水平。一个企业要想有一个稳定产品或服务质量,就需要不断降低西格玛值。因为,西格玛值越大,说明波动性越高;西格玛值越小,表示波动幅度小,一致性强。

具体来讲,如果一家公司在一个西格玛等级的情况下工作,就意味着每100万次产品或服务会出现70万次个缺陷,也就是说只有30%是正确的;如果一家公司在二个西格玛等级的情况下工作,就意味着每100万次产品或服务会出现30万次个缺陷;如果一家公司在三个西格玛等级的情况下工作,就意味着每100万次产品或服务会出现6.7万次个缺陷;如果一家公司在四个西格玛等级的情况下工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作，就意味着每 100 万次产品或服务会出现 6000 次个缺陷；一家公司在六个西格玛等级的情况下工作，就意味着每 100 万次产品或服务只会出现 3.4 次个缺陷。另外，美国银行曾做了一个测算，如果按照 3.8 个西格玛的目标管理银行业务，一般认为已经十分满意了，因为工作的合格率已经达到了 99%，但实际上，却意味着每一百万次工作会出现 10,724 个差错，具体到美国银行的实际业务中，代表着每天在美国银行会有 130 万处错误，每年在美国银行有 1,090 万次信用卡交易错误，这是不可想象的。而如果按照六西格玛的目标管理银行业务，则每天在美国银行的交易中只有 200 处错误，每年的美国银行只有 3706 次信用卡差错。

六西格玛管理方法的核心特征，就是通过持续的质量改进，最大限度地减少错误、减少浪费以及避免重复劳动，从而增加公司的赢利。同时，六西格玛建立了可测量的方法，以获得并提供战略性的问题解决方案。最关键的是，在六西格玛中，改善质量只是达到结果的手段，它并不是为改善质量而简单地改善质量，而是通过改善质量，提高产品或服务质量的稳定性，减少产品或服务质量的波动性，进而减少浪费、减少维修支出、减少退赔，吸引和留住更多客户，最终目的是提高客户的满意度以及大幅度提高公司的净利润。

如果用一个简单的数学等式来描述六西格玛的特征，可以概括为：$6\sigma = 3C \times 2W$。所谓 3C 是 Client（客户）、Convenience（方便）、Consistence（一致）三个英文单词的简称，意思是在以客户为中心的理念下，不断改进产品、服务的质量和流程，能够为客户提供方便和一致的服务；所谓 2W 是 Win（赢）、Win（赢）的两个英文单词的缩写，意思是要实现客户和银行的双赢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、六西格玛在美国银行的运用情况

2001年,美国银行为了进一步提高客户满意度、提高产品和服务质量,降低财务成本、培养和保持市场竞争力,将六西格玛管理工具全面引进美国银行各项业务的管理。经过美国银行高级管理层和全体员工的不懈努力,六西格玛的概念、方法已经渗入到每一个工作人员、工作环节和流程之中,现在六西格玛不仅是美国银行企业文化的一个重要组成部分,而且成为美国银行的一个核心竞争力。到目前为止,美国银行已经发展成为在美国本土及全球金融业最具影响力的银行之一。

(一)美国银行采取的主要方法和措施

量化所有的工作,衡量现有水平离六西格玛标准值的差距。

1. 健全组织架构

设置全球质量和效率管理总部,下设九个涉及六西格玛管理的职能部门,包括按四大业务主线设置的全球个人和小型企业部、全球商业和金融服务部、全球财富和投资管理部、全球资本市场和投资银行部。各部门负责人分别和相对应的业务部门挂钩,协同实施质量改进方案。

2. 质量管理人员的培养

实施六西格玛初期,美国银行聘请了部分六西格玛专家,称为黑带大师,这些大师主要来自一些著名企业的质量管理专家,由他们对行内员工进行培训,培养对美国银行有很强责任感的质量管理人员,通过严格的资格认定,形成一支由黑带大师、黑带、绿带构成的专家型质量管理团队。

3. 客户满意度调查

通过"由外向内"的视角,收集"客户之声",并将反馈结果作为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要绩效考核依据。美国银行聘请专业的咨询公司随时对个人客户、公司客户进行客户满意度调查,即请客户对其在美国银行办理过的所有业务的满意程度进行打分。客户满意度按1～10打分。9～10分表示非常满意,6～8分表示满意,1～5分表示不满意。调查结果反馈到质量效率管理总部,由该部和相应业务部门共同分析研究哪些方面有成效,哪些方面存在问题,产生问题原因,并提出解决和改进的措施。

4. 核心流程改进

梳理核心流程,计算每一个流程、每一个环节的耗时,需配备的人力,甚至行走的里程,计算出最有效的时间、人力资源配备,形成标准化、规范化的各个流程。通过加以实施,工作效率得以大幅提高;通过改进流程,节约出的人力资源有效地充实了客户经理队伍。为有效解决客户经理对众多产品清晰认知和营销问题,使复杂问题简单化,在《营销手册》(《Seller Playbook》)中,将所有业务的销售流程都清楚地描述出来,使营销人员一目了然,减少差错,提高工作质量。

(二)实施六西格玛管理取得的主要成效

1. 理念发生了转变

(1)客户至上的内涵更加清晰。“客户至上”的原则深入人心,银行的一切工作都是为了客户。同时,客户不再是简单意义上的外部客户概念,而是银行内部每一个岗位都有自己的内部客户。对面对市场的员工来说,客户就是能直接带来效益的市场客户;对管理者来说员工就是客户;对支持保障部门来说,直接面对的部门就是客户。管理者的主要目标就是提高员工的满意度,员工满意度的提高带来的是客户满意度的不断提高,最终实现银行业务增长和效益的提高。

(2)重视过程一致性、以结果为导向理念的确立。引入六西格玛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的重要意义还在于，一贯性的目标和实施的一致性，所有的措施围绕明确的目标，所有的结果都最大程度对目标加以反映。

(3)培养了具有核心竞争力的美国银行精神。通过质量的提高、效益的增长、全员文化的融入带来的美国银行精神、团队合作、和谐的氛围，员工尽职、敬业、恪尽职守、追求完美——不断设定新目标、永远有新追求的企业文化，以及员工为成为美国银行一员的荣耀感。

2. 业绩得到了提升

(1)建立了质量管理专家队伍。实施六西格玛四年来，内部认证了113位黑带大师、392位黑带、5897位绿带；六西格玛专家掌握了银行业务技能，各业务负责人掌握了六西格玛技能，7万多员工学习了质量改进原理，六西格玛管理内容还纳入到新员工入行培训中。

(2)客户满意度呈稳步上升。实施六西格玛管理以来，客户满意度稳步上升，目前达到9～10分“非常满意”的已达到53%。但美国银行提出：仅使顾客满意(6～8分)是不够的，满意的客户并不能把口袋里的钱都交给你，调查显示，尽管他们满意，但还是把不少业务给了我们的竞争对手。所以美国银行的目标是继续改进，力争“非常满意”客户占比达到90%。

(3)收入增长。实施六西格玛以来实现了12.5亿美元的额外收入。为保持未来业务收入的持续增长，美国银行将继续通过实施六西格玛，向内部质量管理要效益。

(三)美国银行使用六西格玛成功的关键因素

1. 高层的直接参与

黑带大师及质量团队找出业务发展中存在的问题并提出改进的建议，直接向高管层相关负责人汇报，对高管层来说，有专业人员不断在查找问题、提出建议，无疑是全行整体发展的好参谋，但质量改进建议最终实施与否取决于高层的决策。所以，高管层对六西格玛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的理解和把握成为六西格玛管理成功与否的决定因素。

2. 聘用经验丰富的质量管理专家

美国银行聘请的六西格玛专家——黑带大师，通过与银行业务的成功对接，逐步形成一套适用于美国银行业务的六西格玛管理体系，并建立了黑带大师、黑带、绿带认证体系，成为美国银行成功实施六西格玛管理的坚实基础。

3. 积极寻找运用六西格玛管理改进的机会，并真正加以实施

质量管理专家不断地帮助查找当前工作中存在的问题，提出改进的建议，关键是最终解决问题。每一位员工都清楚地了解他们目前工作处在第几西格玛阶段，他们的目标是什么，他们还能如何做得更好。

4. 强大的数据支持和完善的测量体系

质量管理专家牵头进行持续不断的调查分析，之后使每一项工作具体化、精细化，最终能用数字加以测量，改进建议以量化的概念作为依据，所以数据支持和测量体系的建立成为实施六西格玛的保障。

三、考察的主要启示和体会

通过为期两周的课堂讲授、到业务网点实地考察和直接与员工、客户交流，不仅使我们对美国银行的体制、机制、工具（技术）、产品、服务、流程、薪酬、企业文化（美国银行精神）等有一个全面的了解，而且产生很多体会，主要包括：

1. 美国银行组织架构清晰，管理半径短，管理层次少，效率高

美国银行按业务线将其全部银行工作划分为9条报告线路，其中3条为业务线、6条为支持线。这种由业务线服务客户、支持线服务业务线的组织结构，一方面提高了信息传递和决策效率，另一方面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降低了内部交易成本。而我国商业银行因职责不清所而造成的内部交易成本太高。

2. 以客户为中心不仅是美国银行的一个理念，而且是一个可分解、可细化、可计量的业务流程和结果

美国银行通过第三方的客户满意度调查，及时发现客户关心的问题，并通过六西格玛工具找到最佳服务方式和流程，然后固化为全行所有员工、网点的行为规范，使客户在美国银行的任何一个网点都能享受到一致的服务。而我国商业银行提出的以客户为中心主要还是一种理念，缺乏具体的计量方法和手段。

3. 美国银行业务操作流程规范、标准，关注细节，重视质量

通过将复杂的问题分解、细化、程序化，简化员工操作难度，使美国银行的员工、客户都能得到便利。如使用美国银行网上交易的客户只要输入用户名、密码就可以开始网上银行业务。而我国商业银行业务的操作流程一般都比较复杂，很多流程是为了方便内部管理人员的需要，而不是为了方便一线员工和客户的操作。

4. 明确清晰的考核、激励机制，将美国银行的精神和文化落到了实处

如美国银行的零售业务会将超过一定资产规模的客户推荐到贵宾客户部门，贵宾客户部门又会将合格的客户推荐给私人银行部，这种团队合作的行为，不仅仅是因为美国银行的精神，更重要的是有一个科学、客观的业绩评价和奖励机制，使推荐客户的单位和个人能够及时得到奖励。而我国商业银行则缺少一个将企业文化和团队工作精神落到实处的具体手段。

5. 美国银行把员工看作是重要资源

认为只有员工满意，员工才会将满意的服务带给客户，客户的满意才会带给银行更多的业务，这是一个有机的循环。美国银行的各级管理层都把对员工的关怀、使员工满意、使员工以行为家放在重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地位。最明显的例子就是,原来美国银行称自己的员工为雇员(Employee),而现在则改称为业务伙伴(Associate)。而我国商业银行目前强调最多的是客户、股东,而对员工是银行重要资源的认识有待提高。

6. 持续的产品创新能力和机制

丰富多样的、个性化的金融产品,使美国银行能够及时满足各类客户的实际需要,并为客户提供增值服务。而我国商业银行目前的金融产品比较单一、陈旧,更缺乏持续的产品创新机制,无法满足客户不断增长的、日益个性化的产品需要。

7. 后台支持部门对业务部门的全力合作,使一线业务部门能够全心全意地服务客户而无后顾之忧

美国银行的支持线条中,都有专门的支持业务线的固定团队,尽管这些团队的报告线路是各自线条的主管,但实际的支持人员则与业务线的人员在一起工作,这就大大简化了流程、提高了效率、减少了交易成本。而我国商业银行缺乏一个清晰的支持线、业务线合作的固定桥梁。在很多情况下,业务线和支持线就像火车轨道一样,是两条平行线,二者既无法有效制约,也不能进行真诚的合作,内部交易成本很高。很多员工的积极性都是在严重的内部扯皮中逐步丧失的。

8. 管理层和高级员工期权激励制度的实施,使美国银行管理层和高级员工的忠诚度、主人翁感大大提高

目前,美国银行网点经理(网点经理级别的员工只有10%的人可以得到期权奖励)以上的员工都有资格获得期权。通过期权,使员工、管理层和股东的利益一致起来,就会形成一个强大的矢量,即不断满足客户需要,努力为银行创造最大的效益。而我国商业银行目前的激励机制还不够完善,员工、管理层和股东利益无法有效地统一起来,无法形成一个共同把我国商业银行业务做强、做大的矢量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、我国商业银行使用六西格玛的相关建议

我国商业银行要想在激烈的市场竞争中处于领先地位，就需要把以客户为中心（Client Focus）的理念落到实处；就需要不断提高产品和服务的一致性（Consistence），即让所有的客户在我国商业银行所有的网点都得到同样的高质量服务；就需要不断简化和优化操作流程；就需要从方便客户的角度（而不是方便银行内部管理的角度）来制定业务流程，使客户能够以最方便（Convenience）的方式使用我国商业银行服务。而要做到这些，就需要找到一个科学、有效的管理工具。

从美国银行的成功经验来看，六西格玛是改进我国商业银行产品质量、服务流程、提高客户满意度的一个非常有效的管理工具。因为，六西格玛管理工具开始于客户的需求，结束于客户需求的满足，其目标就是不断改进产品和服务的质量，降低产品和服务质量的波动性，通过持续的、稳定的、可信赖的高质量服务，提高客户的满意度，进而提高客户的忠诚度，最终提高公司的赢利能力。

为此，笔者提出以下建议：

1. 引入六西格玛管理工具的概念

我国商业银行应抓住在境外成功上市的有利时机，及时导入六西格玛管理工具，全面提升我国商业银行的管理水平和赢利能力，努力把我国商业银行打造成以客户满意为中心、以市场为导向的具有国际竞争力的现代商业银行。

据统计，未使用六西格玛管理工具的公司，因次品或差错给公司造成的损失会达到销售总额的15%至25%左右，而不是通常认为的3%到7%。而采用六西格玛管理工具的公司的产品和服务质量则会大幅度提高，当达到六西格玛水平时，每百万个产品或服务中才会有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3.5个次品，客户的满意度就会提高，企业的管理费用就会降低。

因为，六西格玛管理工具最终目的不是要获得六西格玛的质量，而是要通过改进产品、服务的质量和效率来提高使用六西格玛公司的赢利能力。以GE为例，在使用六西格玛之前，韦尔奇采用过很多改进质量和服务的管理方法，但更多的是形式大于内容，对提高客户满意度的作用不大。六西格玛的使用，使韦尔奇将GE这样一个传统的生产企业转变为一个具有持续国际竞争力的新型企业。

与以前的管理工具不同，通过六西格玛提高的赢利能力是可以计量的。一般来讲，如果一个公司开始使用六西格玛工具时是3个西格玛，通过使用六西格玛工具，每年可以提高一个西格玛，即赢利能力可以提高20%，生产能力提高12%至18%，成本可以降低10%至30%。

正因为六西格玛有如此大的功效，自1996年开始，美国许多著名的大公司纷纷开始采用六西格玛管理工具，其中包括美国银行。通过使用六西格玛管理工具，美国银行的产品、服务质量得到迅速提升，客户满意度不断提高，公司的赢利能力大大增强。六西格玛管理工具帮助美国银行长期处于金融零售业务的领导地位。

自从我国加入WTO开始，我国商业银行就像参加了“奥运会”比赛，我国商业银行要想取得好的比赛成绩，要想保持持续、健康的市场竞争力，要想把我国商业银行从一个好银行(Good Bank)提升为一个具有国际竞争力的卓越银行(Great Bank)，不能仅仅靠资产规模的扩张，而是要在资产规模稳定增长的基础上，通过改进质量和服务来降低成本，提高赢利能力，这就需要在管理上有一个突破和飞跃，而六西格玛正是能够帮助我国商业银行实现自我管理突破的理想工具。

2. 成立六西格玛领导和工作小组，为引入六西格玛工具提供组织保证

从美国银行的成功经验来看，要取得六西格玛的成功，银行高级

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理层需要有使用六西格玛的决心。因为，六西格玛是以提高产品、服务质量为前提、提高客户满意度为中心、以增加赢利水平为目标的管理工具。在使用六西格玛的过程中，我国商业银行原有的工作流程、服务方式、计量手段、考核办法、奖惩机制、岗位职责、行为规范都要进行突破性的改变，可以说，六西格玛是对我国商业银行原有文化的一个挑战。因此，在采用六西格玛之初，一般都会遇到很多来自内部的阻力，如果没有高级管理层的决心，六西格玛很难推行下去。美国银行之所以能够很好地使用六西格玛工具，一个重要原因就是美国银行的董事长和首席执行官的强力推动和支持。以 GE 为例，在 1995 年，韦尔奇发现了六西格玛管理工具，决定引入到 GE，以实现管理上的突破。但在开始引进六西格玛的时候，很多中间管理层认为六西格玛不可能导致公司管理上突变，最多只是昙花一现，因此，对参与六西格玛项目很不上心。为了改变这种状况，韦尔奇在 1997 年 3 月向全公司员工发送的电子邮件中指出：每一个 GE 的经理要想得到提升，就必须开始六西格玛的绿带学习，否则，就不可能得到晋升。从那时开始，六西格玛才在 GE 公司得到迅速的推广。

3. 进行六西格玛培训

六西格玛有一套严格的计量、分析、改进和控制方法，其中很多统计工具、分析工具、改进流程和质量控制工具均有很大的难度，同时，根据员工对这些工具掌握的程度不同，六西格玛将其使用者区分为黑带大师、黑带和绿带。从美国银行的经验来看，培训是传播六西格玛价值理念和方法的重要渠道，也是培养六西格玛文化的最好方式。到目前为止，使用六西格玛工具成功的企业的一个共同特点，就是都非常重视培训。美国银行在六西格玛培训方面进行了大量投资，培养了大量的黑带大师、黑带和绿带，他们就成为六西格玛管理工具的核心人才，也是美国银行使用六西格玛成功的重要保证。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 创建成功的六西格玛示范效应

在使用六西格玛的初期，我国商业银行员工对六西格玛的内容、工作流程、计量方式及其作用都缺乏理解。因此，在开始引进六西格玛管理工具时，要选择一个好的切入点，通过具体项目成功的示范效应，建立公司员工使用六西格玛的信心和决心。在商业银行，最容易计量的产品、部门、流程包括客户在营业网点办理业务的等候时间、产品投放市场的速度、信息系统的开发流程和成本管理等，都可以通过六西格玛工具进行试点。在进行六西格玛试点时，要在了解同业产品、服务状况的基础上，确定一个内部改进目标，并使参与六西格玛项目的员工明白自己目前在市场同业中的地位，通过讨论，寻找实现改进目标的突破点。在参与员工达成共识的基础上，确定明确的以结果为导向的机制，优化工作流程，并努力取得预期的成果。

在这些项目成功以后，再向其他业务推广，通过由简单到复杂、由点到面等循序渐进的方式，最终实现将六西格玛运用到我国商业银行的全部业务中。

5. 进一步完善我国商业银行内部的管理基础工作，为全面使用六西格玛创造条件

六西格玛是一种科学的管理方法，要想在管理实践中取得成功，必须有相应的机制与其配套。从美国银行的经验来看，我国商业银行需要在引入六西格玛的同时，进一步完善这几个方面的工作：一是要建立一套清晰的以工作业绩为导向的绩效评估办法和正向激励机制，即凡是为银行带来效益的行动都要受到奖赏。如美国银行有一套非常成功的交叉营销制度，即营业网点（Bank Store）向贵宾客户（Premier Bank）推荐客户，贵宾客户（Premier Bank）向私人银行（Private Bank）推荐客户。这个制度之所以能够得到有效执行，除了美国银行的文化、团队精神外，一个重要原因就是有一个非常明确的奖励机制，即推荐客户的单位和个人能够得到应有的收益；二是要有一套

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

科学的管理会计制度，能够核算出每一笔业务的收入来源，能够核算出每一条业务人员业绩和对团队的贡献度，只有这样，才能对每一个业务线、每一个业务人员进行定量考核，才能实现比较公平的薪酬体制。如美国银行通过影子账户（Shadow Account）的方式来考核产品和销售人员的业绩，不仅使每一位业务人员对自己的表现一目了然，而且也为团队工作（Team Work）打下了坚实的基础；三是要有一个科学的预算体制，即在每一个年初将所有业务部门的利润目标、费用目标、业务增长目标等确定下来，为年终的绩效评估建立一个客观的、可计量的标准。四是要有一个来自银行外部的第三方检查机制，即独立了解客户满意度和员工满意度的快速通道，使银行的高级管理层能够及时、准确地听到客户之声（Voice of Client）和员工之声（Voice of Associate），只有这样，才能及时了解员工、客户的实际情况，并及时改进产品、服务和流程，使员工满意，并让满意的员工为客户提供满意的服务，否则，六西格玛很难发挥其应有的作用。

使用六西格玛管理不是一件容易的事情，特别是在初期，肯定会遇到各种各样的困难和阻力。但从美国银行的经验来看，只要坚持不懈，就能闯过难关；只要闯过难关，就能体会到使用六西格玛的成功。

（该文写于 2005 年。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国有商业银行改革的哲学思考

一

现在，几乎所有的有识之士都认识到了中国的国有商业银行不进行革命性的改革是没有出路的。但问题是如何改？在过去的几年里，已经进行了多轮改革，虽然取得了很大成绩，但银行核心体制并没有变化，银行的运作和管理并没有真正商业化。由此可见，国有商业银行改革的难点不在于技术，而在于以下几个方面：

1. 稳定与改革的矛盾

国有商业银行目前最大的问题就是所有权缺位、机构重叠、冗员太多、效率太低、人均赢利太少。但国有商业银行目前的资产和负债规模均处于绝对的垄断地位，我国银行信贷资产的 75% 左右来自四大国有商业银行，我国银行存款的 80% 左右由四大国有商业银行持有，仅仅从存贷款两项指标就可以看出国有商业银行承担的巨大社会责任。要对国有商业银行进行革命性的改革，有可能引起社会的不稳定，这与中央关于稳定是压倒一切的目标不一致。

2. 既得利益者与改革的矛盾

任何改革都会牺牲一部分既得利益者的利益，当这些人的利益受到损害时，他们就会以种种“合理”和好听的借口拖延或阻碍改革的进行。口头上讲改革容易，但真正进行实质性改革是困难的。因此，对国有商业银行的改革第一推动力不可能来自既得利益者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 现有社会环境与改革的矛盾

现有的许多管理国有商业银行的政策都是来自于计划时代,其目标是为计划经济服务的,用这些现有的管理制度来管理一个真正商业化的银行是根本行不通的,如银行的成本费用制度、税收制度、呆账准备金提取和核销制度等。

4. 落后的思想意识和改革的矛盾

由于中国在过去很长一段时间里没有真正意义上的商业银行,我国的国有商业银行的很多从业人员都是在计划经济文化中培养和成长起来的,对真正意义上的商业银行的运作和管理核心机制、运作方式等缺乏了解,一些改革的结果,只能是形似而神不至。

二

在保持现有社会稳定的前提下进行市场经济改革是非常困难的事情,它不仅需要有科学的理论指导,而且需要有高超和精湛的技艺,特别是在把握改革的“度”的方面更是如此。因为,我们目前所进行的是改革而非革命。改革与革命的最大区别是:革命是对旧的机器的彻底打碎,然后,再根据革命者的理想模式重新建立一个崭新的机器;改革就完全不同了,它是在保留原有机器的基础上,对不适应目前要求的零件进行维修或置换,而且在维修或置换时,还要保证机器的正常运转,这就要求改革者有高超的技艺。

从我国宏观经济改革的实践来看,几乎所有的成功改革都是先立后破。改革总设计师的成功在于先创建经济特区,即在一个旧势力最薄弱的地方播种市场经济的种子,创造适合市场经济生存的环境,然后再通过经济特区的市场经济火种点燃整个国家的市场经济改革。中国电信的成功也是走的先立后破的路子,即先将一部分优质资产上市,创建一个全新的适合市场经济运作规律的载体,然后再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逐步将其他资产注入到新机构，这样，就实现了既进行了改革又保证原有机器正常运转的目标。

三

国有商业银行是非常典型的计划经济产物，计划经济的一切症结都可以在它身上找到。要对国有商业银行进行革命性再造，最好的选择就是借鉴我国市场经济改革“先立后破”的成功经验，即先建立一个全新的适合市场经济运作规律的载体，并通过新的管理方式将这个新载体发扬光大，逐步由新的机制取代旧的过时的机制，以最小的社会震动和经济成本，实现国有商业银行机制的转换。

金融是国民经济的命脉，而目前的国有商业银行又是我国国民经济命脉中的主动脉，在对主动脉进行改革时，绝对不能出现任何闪失。因为，任何一点闪失都可能造成灾难性的后果，特别是在信息传播高度发达、居民心理承受力因社会变革而处于高度脆弱时期。以2003年发生在广州的非典型性肺炎为例，仅仅因为不到400人感染和比例并不很高的死亡率，就导致广东甚至全国板兰根的脱销，一些地方还发生了抢购食盐和粮食的风潮。国有商业银行改革的涉及面要比400人感染要大得多，一旦引起恐慌所造成的危害要比非典型肺炎严重得多。

四

国有商业银行的改革是对我们二十多年改革成果的一次总考验，我们一定要慎之又慎。我们要在总结二十多年改革成功经验的基础上，按照“先立后破”这一被多次成功改革实践证明了的改革哲学方法，实现一场静悄悄的对国有商业银行革命性的改革。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体来讲：

1. 要尽快建立一批适应市场经济需要的民营化商业银行，不断提高民营化商业银行的市场占比，逐步减少我国金融体系对国有商业银行的过度依赖，降低国有商业银行改革的系统性风险和社会动荡风险

通过增量调整的方式，为国有商业银行改革创造条件。在建立民营化银行时，要完全按照市场经济规律办事，要鼓励吸收国际上著名的金融机构参股，使民营化商业银行一开始就是高起点即实现民营资本为主、国际上著名商业银行参股和专业人员管理的最佳组合，通过建立完善的公司治理结构和责、权、利一体化的约束激励机制，使新型银行一开始就与国际惯例接轨。民营化商业银行的建立，就是把适应市场经济需要、适应国内、国际竞争需要的银行先“立”起来。通过这些有生命力的银行的发展，逐步减少我国经济、居民对国有商业银行的过度依赖，逐步减少国有商业银行承担的过重的社会责任，为国有商业银行的市场化改革创造一个理想的社会环境和经济环境，尽量减少国有商业银行改革引起的震动。

2. 大力发展资本市场，提高我国企业直接融资的比重，逐步减少企业对间接融资的过度依赖

我国银行贷款在企业融资中的比重为90%左右，远远超过市场经济国家的融资结构比例。据统计，美国、英国、加拿大、澳大利亚间接融资和直接融资的比例为1∶1，日本为1.7∶1，韩国为1.6∶1。由于目前我国的国有商业银行的贷款占企业融资的比重过大，就使国有商业银行承担起了非常重的社会责任，使国有商业银行的改革举步维艰。如果我国的资本市场发展壮大了，我国直接融资的比重上升到日本和韩国的水平，那么，对国有商业银行的改革就会容易很多。

为此，我国要大力发展资本市场，特别是企业债券市场，通过企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业发行债券，既可以解决企业的融资问题，也可以分流居民的储蓄，客观上还可以不断化解系统性金融风险。实事求是地讲，无论发达的资本主义国家，还是发展中的社会主义国家，在经济发展过程中，企业都会破产倒闭，都会发生无法偿还到期债务的情况。美国也不例外，在2002年发生的美国安然、世通等公司破产倒闭案中，形成了巨额不良债务，但由于这些破产公司的大部分融资都来自于资本市场，投资者比较分散，市场很快就会消化了这些债务垃圾。所以，尽管美国出现了大量的破产倒闭企业，但美国金融体系并没有出现大的动荡，美国大的金融机构并没有随着企业的倒闭而破产。因此，大力发展资本市场，特别是企业债券市场是化解我国金融系统性风险、减轻国有商业银行承担的过多社会责任、为国有商业银行改革创造良好环境都是必不可少的。

3. 将国有商业银行总部改制成金融控股公司，在控股公司下成立数个按资产性质和业务分类而成立的子银行或公司

通过控股公司的方式既解决商业银行竞争力的问题，又避免改革出现过大的社会震动，用温和渐进的方式实现国有商业银行新旧体制的转换。在积极发展民营化商业银行和资本市场的同时，对国有商业银行实行温和渐进方式、但具有实质性内容的改造，其基本原则就是不引起社会震荡、不增加社会负担、不影响有竞争力地区和有竞争力业务的发展、不放慢实质性改革步伐。具体地说，就是将国有商业银行的总行改造成金融控股公司，对外的名字不变，以免引起不必要的居民恐慌。新成立的金融控股公司对外是一家，对内严格分灶吃饭，严格按照市场经济规则办事，亲兄弟，明算账。在控股公司之下，成立不同类别的子公司：第一类子公司是按地区类别成立的子公司，如将国有商业银行的一些具有竞争优势和市场发展潜力的分行从国有商业银行原有体制中分离出来，成立独立注册的股份制公司，如北京、上海、江苏、浙江、广东等分行的资产比较优良，人均赢利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能力比较强，这5家分行的赢利均占国有商业银行赢利的50%以上，如果能够从体制上解决其系统性负担，这些银行还是很有发展潜力和竞争优势的。根据地域原则，将有竞争优势的地区各自单独成立子银行所有子银行的名字仍用原来所属银行的名字，其区别可以通过括号实现，如中国××××（华东）有限公司。第二类子公司是按业务类别成立子银行，把商业银行中具有竞争优势和发展潜力的业务，如信用卡、零售业务、基金和资产管理业务等，单独成立独立核算的子公司或银行，以使这些业务轻装上阵，迅速形成自己的特色和竞争优势。第三类是缺乏竞争力的地区和缺乏竞争力的业务单独设立子银行，这些子银行将承担大量的改革成本即目前商业银行的大量冗员和非优资产。对第三类子公司也要进行不断的改革。

通过成立金融控股公司和子公司的方式，就可以解决目前国有商业银行整体负担过重的问题，就可以使一些有竞争力的地区和业务做强做大，就可以使国有商业银行中具有竞争优势的地区和业务优先发展起来，使这些业务或地区形成核心竞争力，积极应对我国加入WTO后外资银行的挑战。同时，通过地域和业务类型子公司的成立，又可以减少国有商业银行改革可能造成的社会问题。

在条件成熟时，可以将金融控股公司下的子公司进行股份化改造，引进境外战略投资者和民营资本，逐步将具备条件的子公司在境内外上市，并通过不断注资的方式完成新旧体制的转换。

（该文发表于2003年10月份的《西部论丛》杂志。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实体经济、金融环境与商业银行服务进化

一个困惑的问题

最近在思考一个问题:为什么有的优秀企业会转化为卓越企业?而有的优秀企业则变得越来越没有竞争力,进而落后于主要竞争对手?

答案是什么呢?

Kodak 公司:因优秀而落后

美国 Kodak 公司成立于 1880 年,曾经是世界最大的照相胶卷企业。股票价格在 1997 年最高时为 94 美元,到 2003 年则跌至 20 美元,股票市值从 206 亿美元跌至 6 亿美元,由于市值太小而被从道琼斯指数中剔出。

美国 Kodak 公司 1975 年就生产出了第一台数码相机,但因传统的胶卷相机、胶片利润丰厚,在当时利润贡献度很小的数码相机没有引起重视。

日本索尼在 1988 年才推出第一台数码相机,但它看到了市场的未来,看到了超越 Kodak 的机会。到 2002 年,当数码相机的市场占有率达到 15% 时,标志了 Kodak 厄运的到来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Kodak 公司的启示

(1)当一个公司的主营产品非常赢利时,一般都不会把成本较高、利润贡献度较小的新产品作为重点业务发展。一旦原有主营产品市场份额大幅度下降,又没有新的、赢利能力较强的新产品替代时,整个公司的竞争力就会下降,这时再开发新产品已为时晚了。Kodak 也没有走出企业的常见轨迹,缺乏远见(Forward Thinking)。

(2)要更换一个仍在起作用的制胜战略是很困难的,但如果一个公司沿用其制胜战略一直到其完全陈旧也不更换,它便会发现,届时已经是既没有时间,也没有资金去找一个新的制胜战略了。

(3)有许多惯例和制胜战略是没有人敢提出疑问的,更不用说考虑更换了,如生日聚会上唱的 Happy Birthday。

(4)每一家优秀的企业都是通过进化而成为优秀者,在成功之后,他们都会有意识地停止进化,他们创造出为减缓进化而设置的路障,而且路障是普遍的,已经深入到企业组织的内部。变化的障碍包括:

第一,复杂的程序。假如有 3 个人,需要 3 次握手就能介绍完每一个人;如果有 5 个人,则需要 10 次;如果 10 个人,则需要 45 次;如果有 100 个人,则需要 4950 次,这是大公司进化慢的重要原因。

第二,对变化的恐惧和支持批评的文化。一般的老板都希望有确定性的结果,而不希望不确定性。受此影响,一般的大公司都有一种支持否定而不是支持新想法的否定文化,很多新想法在得到公正评价之前就已经被否定掉了。

通过 Kodak 的案例,我们发现:我们的人民币业务,特别是传统的存贷款业务非常优秀,有比较高的市场占比,有非常高的利差,而且,人民币存贷款业务是我国商业银行的绝对主要利润来源。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相比较而言，结售汇业务、衍生产品业务在我国商业银行收入中的贡献度很低，对我国商业银行利润完成情况影响较小，而且做这些业务的难度较大，市场竞争比较激烈，对业务人员的业务素质要求较高。

我们有很容易做的人民币存贷款业务（相比较而言），就没有必要费更大精力做那些见效慢、利润贡献度低的新型业务。

Kodak 的案例告诉我们：我们不应该这么想，更不应该这么做。一个优秀的企业不一定会永远优秀，更不可能自动发展成为卓越的公司，如果不及时跟上时代的脚步，有可能因优秀而落后。

实体经济与金融环境发生了哪些变化？

经过二十多年的经济改革和对外开放，我国的实体经济和客观经济环境发生了巨大的变化，具体表现在：

1. 我国经济已经从全面短缺发展到全面过剩

在短缺时代，企业是市场的主导者，也就是说，企业生产什么，居民就消费什么，以产定销，只要企业能生产，商品不愁销路。在这种环境下，企业追求银行贷款，以扩大生产规模。而现在我国已经进入全面过剩经济时代，当前的形势是消费决定生产，如果商品不适销对路，企业生产的越多亏损就越多，银行不敢给没有销路的企业贷款；而商品销路好的企业，企业现金充裕，不需要银行贷款。

2. 商业银行业从垄断走向竞争

在过去很长一段时间内，国内四大商业银行基本处于垄断地位，企业要寻找金融服务，就必须找四大商业银行，而现在我国不仅有国有商业银行，而且有 10 多家股份制银行，还有 100 多家城市商业银行，几百家城市信用合作社、证券公司等。同时，外资银行已经大量进入中国，银行业已经处于竞争时代，企业有了更多的选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 企业客户的金融知识从贫乏走向专业化

传统上，我国企业财务人员的金融知识是比较贫乏的，基本上是银行能够提供什么服务，企业就用什么服务。现在随着外资企业、中外合资企业的进入，大型国有企业的改制上市，企业财务人员的专业水平有了突飞猛进的发展，许多企业的财务总监都具有很高的金融专业水平，对银行的服务水平的要求也越来越高。

4. 企业的资金管理从分散到集中的发展

目前，企业发展的方向是全国化，即许多大企业在全国不同城市都设有分公司，但管理要求集中化，因此，一些企业通过现代计算机技术，已实现了一个企业全国一本账等先进的管理方式。另外，随着一些大型企业集团内部财务公司的建立，企业集团内部的资金余缺主要通过自己的财务公司进行调解，使集团内的企业在银行的存款和贷款大幅度减少。

5. 分配制度从平均分配到差别分配的转变

随着我国分配体制的改革，居民之间的收入差距不断扩大，我国的基尼系数逐年增大，1991 年为 0.282，2000 年为 0.458，10 年上升了 1.62 倍。目前，我国一大批中产阶级已经产生和形成，他们已不满足简单的银行存款，要求商业银行为其提供能够增加价值的理财服务。

6. 利率从行政定价到市场化改革的转变

《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》中明确提出了稳步推进利率市场化的要求，因此，利率市场化已成大势所趋。而从大额美元利率市场化的实践来看，利率市场化必然导致商业银行利差收入的减少，传统的商业银行赢利渠道正面临挑战。目前我国外汇存、贷款的总体情况是“规模增加、利润减少”，其主要原因就是存、贷利差大幅度下降。从趋势上看，人民币业务也要经历类似的发展过程，对此，我们必须防患于未然。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7. 资本市场从小到大、从弱到强的转变

我国在很长的一段时间内，银行贷款和银行存款是企业筹集资金、运用资金的唯一或主要方式，但现在已经不同了，随着金融市场的发展，使生产企业有更多的资金来源和运用渠道。但到 2007 年 8 月份为止，我国债券市场规模已经达到了 11.6 万亿元，其中公司债券为 3339 亿元，短期融资券为 2837 亿元，目前这两项的总量虽然比较小，但增长势头迅猛。到 2007 年 8 月份为止，我国境内股票市场市值已经达到了 23 万亿元左右，仅 2007 年 1～9 月份，通过股票市场融资的金额就达到 4250 亿元，是 2002 到 2006 年的 5 年总和。从资金运用来讲，企业已不再满足简单的存款方式，而是将其资金投资债券、股票、信托产品等，以获得较高的收益；从资金筹措来讲，优质企业的融资渠道更加丰富，通过资本市场募集资金是普遍的选择。

8. 银行监管从适合国情为主到与国际接轨的转变

根据我国加入 WTO 的承诺，我国已在 2007 年全面开放外资银行在华业务，并对外资银行实行国民待遇，这就要求我国的银行监管制度逐步向国际规则靠拢。随着我国金融监管体系与国际惯例的不断接轨，以及新的金融企业会计制度的实施，商业银行资产规模的增长将取决于资本充足率的高低。如果商业银行资产质量下降，对风险资本的要求就会增加。商业银行在不能及时补充资本金的情况下，不仅无法扩大资产规模，甚至还要减少资产规模。因此，在监管制度不断完善的情况下，商业银行不能再靠大幅度地扩大资产规模来提高赢利了。

9. 企业金融服务需求从同质化到个性化的转变

在资本市场发展壮大以前，企业的金融服务需求基本上是一样的，存款、贷款和结算是所有企业的共同需求。现在不一样了，正如《长尾理论》一书所描述的那样，“用大规模生产满足消费者，只是工业化条件限制下的特例，当物理条件上的限制去除后，消费者的真实

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

需求才得到自然显露。”

从我国企业和个人客户的实际情况来看，其需求确实进入到了个性化时代。有很多高端客户（包括企业和个人客户）根本不需要银行贷款，他们有充足的资金来源，包括股票市场、债券市场融资、企业赢利增加和资本金注入等；也有很多高端客户（包括企业和个人客户）很少有银行存款，他们将大量闲置资金投资到股票、债券和回购市场，因为，这些金融产品的收益要高于银行存款。如果我们商业银行仍然将金融服务定位在存款和贷款方面，就很难有机会服务这些优质企业。

那么，这些高端客户是否不需要金融服务呢？回答是否定的，他们对金融服务的需求很多，不过是因客户而异。如有的客户可能需要回避汇率风险，有的客户可能需要降低债务成本，有的客户可能需要提高资产收益，有的可能需要降低企业进口的原材料成本，有的可能要锁定出口产品的收益等等，总之，需求千差万别，因企业而异。

这就要求我们商业银行迅速适应客户的变化而变化，将银行的服务也从同质化进化到个性化时代。

10. 金融产品销售从批量化到订单化的转变

在市场经济发展的初期，由于企业和居民客户的需求基本一致，基本上是存款、贷款和资金清算，所以，银行可以批量提供产品和服务。但现在不同了，不同的客户有不同的金融需求，而且每一个客户的个性化都很强，这就要求银行与时俱进，根据每一个客户的实际情况制定量体裁衣式的金融服务方案。

11. 商业银行存贷比逐步降低，非信贷收入稳步上升

1978 年以来，我国金融机构贷存比（各项贷款/各项存款）呈稳步下降趋势。2005 年存量的贷存比为 68%，新增量的贷存比为 53.6%。1995 年，我国金融机构开始出现存差（存款大于贷款），并逐步扩大。2005 年末金融机构存差达到 9.2 万亿元，占存款余额的 32%。1995 年，我国商业银行有价证券及投资占资金运用比例仅为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5.7%，但2005年已达到26.1%。2006年上半年中国工商银行在收入结构上出现一个重要拐点：即资金交易类收入和中间业务收入加在一起超过存贷款利差收入(350亿元)12个百分点。

根据对世界前1000名大银行的统计，欧洲银行业的非利息收入占比从1990年的26%上升到2000年的39%，美国银行业的非利息收入占比从1981年的23%增长到了2001年的42%。

再以我国外汇业务为例，在外汇大额存贷款利率放开以后，外汇存贷款利差收入大幅度减少，甚至出现了在资产规模大幅上升的情况下，收入则大幅下降的情况。在这种情况下，商业银行要保持外汇业务利润的不断增加，就必须发展非利差业务收入。

从国内外商业银行发展的一般趋势来看，存贷差逐步缩小是不可避免的，商业银行要想保持持续稳定的赢利能力，就必须不断培养新的利润增长点，不断开拓存、贷款以外的新业务，实现收益结构多元化，并在商业银行资产、负债规模逐步缩小的情况下，代理类业务大幅度增加，以实现商业银行效益持续增长，资本回报率和资产收益率不断提高，商业银行股东价值最大化。

太阳马戏团的蓝海战略

在1984年，一群街头表演者创办了太阳马戏团，到2004年，已有90多个城市的4000万人欣赏过其作品，在20年的时间里，太阳马戏团的收入水平就达到了全球马戏大王——玲玲马戏团通过100多年的努力才取得的高度。

太阳马戏团的快速增长并不是在一个新兴的产业中取得的，而是发生在一个日渐衰落的产业中。传统上，马戏团的主要顾客是儿童。太阳马戏团所吸引的是一群崭新的顾客：成年人、商界人士，他们愿意花费高于传统马戏表演门票几倍的价钱来享受这项前所未见

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的娱乐。

传统马戏团的主要卖点是动物表演（动物保护组织反对、饲养和运输成本高）、惊险表演明星（成本高而且没有影视明星有吸引力）。这两个元素不但成本很高，而且对客户缺乏吸引力。

太阳马戏团保留了传统马戏团的三个关键因素：帐篷、小丑、经典杂技表演，而去掉了动物表演、惊险表演明星。

太阳马戏团打破了市场的界限，着眼于戏剧市场，推出了新的非马戏元素，比如贯穿整场演出的故事线索、富有艺术气息的音乐、灯光和舞蹈，以及多套演出的作品。通过注入这些新元素，太阳马戏团创造出了更加高雅精妙的现场秀，使人们愿意光顾其马戏表演。

太阳马戏团去掉了马戏表演中成本最昂贵的元素，使其成本得以显著降低；同时，增加了戏剧的最佳元素，创造了一个与传统马戏和戏剧都有区别的新的现场娱乐形式，使太阳马戏团将“差异化”和“低成本”一箭双雕。而结果是其票价比传统的马戏表演高好几倍，太阳马戏团开创了一片蓝海。

蓝海代表着亟待开发的市场空间，代表着创造新的需求，代表着高利润增长机会。

在现有产业这个大海中遨游很重要，但是，今天在越来越多的产业中，供给都超过了需求，在日益萎缩的市场中为份额而战，虽然必要，却不足于维持企业的上乘表现。

企业需要超越竞争这一个境界，需要开创蓝海。即不是把精力放在打败竞争对手上，而是放在全力为买方和企业自身创造价值上，并由此开创新的市场空间，减少或甩脱竞争。

开创蓝海是一个动态的过程，不可能一劳永逸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业银行的服务需要升级

实体经济和客观经济环境已经发生了很大变化，作为服务实体经济的商业银行也要不断对自己的经营理念、产品结构、服务方式和管理素质进行更新换代，要不断提高非利差收入在全部收入结构中的比重。

大力发展中间业务是我国商业银行应对市场竞争和成功实现收益结构转型的需要。作为服务实体经济的商业银行，要想生存和健康发展，要想在激烈的同业竞争中处于领先地位，就需要与时俱进，不断调整自己的经营理念、管理体制、营销方式、产品组合，以适应变化了的实体经济和金融市场环境，并通过为实体经济提供优质高效的增值服务，实现商业银行和客户的双赢。

资金类中间业务将成为商业银行新的利润增长点。资金类中间业务主要包括代客外汇买卖（即期、远期）、代客结售汇（即期、远期）、代客债券投资、代客债务管理（利率掉期、货币掉期、期权）、代客资产管理（期权、结构性存款）、代客黄金买卖、货币市场基金、债券市场基金等各种外汇市场、货币市场、资本市场的金融产品及其相互组合。

中间业务的直接收入为交易佣金和价差等，间接收入为因稳定和争取客户而产生的结算、存款、贷款等业务收入。

资金类中间业务是商业银行中间业务的重要组成部分。中间业务所产生的附加价值较高，也最能发挥商业银行的优势，增长潜力巨大。国内外商业银行均将大力发展资金类中间业务作为战略重点来发展，配备了大量的人力资源和经济资源，以使自己在市场竞争中处于领先地位。

2005 年 7 月 21 日人民币汇率调整以来，客户对商业银行的服务要求更高，进出口企业、外商投资企业、准备走向国际市场的企业，都需要提供人民币对外币的汇率风险防范问题。对企业来讲，汇率风险已不再是纸上谈兵，而是不得不面对的现实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融市场的产品更加丰富，原来只有国际金融市场上才有的衍生产品如货币调期、利率调期、期权和远期利率合约等，现在国内金融市场上都已经出现。

客户需求的增多、金融市场的发展、金融工具的创新，就需要我国商业银行的客户经理、产品经理也需要与时俱进，不断掌握客户的需求，不断学习新的金融产品知识，并将新的金融产品推荐给有现实需求或潜在需求的客户，实现银行与客户的双赢。否则，我们失去的不仅仅是市场份额，不仅仅是排名的靠后，我们失去的是竞争力，是创新意识，是从优秀到卓越的契机。

鹰的重生

鹰是世界上寿命最长的鸟类，它一生的年龄可达 70 岁。要活那么长的寿命，它在 40 岁逐渐衰老时必须做出困难却重要的决定就是鹰首先要用它的喙击打岩石，直到其完全脱落，然后静静地等待新的喙长出来。鹰会用新长出的喙把爪子上老化的趾甲一根一根拔掉，鲜血一滴滴洒落。当新的趾甲长出来后，鹰便用新的趾甲把身上的羽毛一根一根拔掉。5 个月以后，新的羽毛长出来了，鹰重新开始飞翔，重新再度过 30 年的岁月。进化是艰难的，但只有不断进化才能保持竞争力。

我们不仅仅需要优秀，我们更需要因优秀而卓越。

（该文写于 2006 年。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我国商业银行外汇衍生产品发展问题研究

经过 18 年的探索发展，我国商业银行外汇衍生产品在法律制度、市场参与者、产品创新和业务规模等方面都取得了相当进步，但在基础市场、政策环境、报价能力、客户群体和风险管理等方面仍存在薄弱环节，本文从发展外汇市场、改善政策环境、开展产品创新、提升报价能力、培育客户群体和强化风险内控等角度，提出了推进我国商业银行外汇衍生产品发展的若干政策建议。

一、我国外汇衍生产品发展现状

从国际经验来看，大多数国家衍生产品都有着相似的发展顺序，首先是外汇衍生产品的开发，随后才是利率类、国债类、股票类及信用类衍生产品的逐步发展。中国也不例外，衍生产品最早发端于商业银行试办外汇衍生产品业务，其标志是中国银行 1988 年获准开办代客远期外汇买卖业务。在 18 年的发展历程中，尽管有所周折，但中资商业银行外汇衍生产品在法律制度、市场经验、产品创新和业务规模等方面还是取得了相当的进步。

首先，《证券法》、《合同法》、《担保法》和《商业银行法》等相关法律的发布和实施，使我国衍生产品交易的法规制度框架已经基本具备。特别是 2003 年 2 月中国银行业监督管理委员会发布《金融机构衍生产品交易业务管理暂行办法》，为我国外汇衍生产品健康发展

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提供了制度保障。

其次，市场上具有一定外汇衍生产品交易能力和经验的机构投资者已经出现。目前，我国主要商业银行和部分股份制商业银行均获得了开办外汇衍生产品交易业务资格，并且都是国际互换与衍生交易协会（ISDA）成员，已在相关国际规则约束下开展了外汇衍生产品业务，积累了相当的交易经验。

第三，产品创新力度逐步加大，各类衍生产品不断出现。目前我国商业银行外汇衍生业务主要为远期、调期及期权类交易，其中远期及调期类产品有远期外汇买卖、远期利率协定、利率调期和货币调期等，期权类包括货币期权、利率期权、期权类组合产品（如结构性利率期权、结构性利率调期、利率调期期权和结构性远期外汇买卖）等，期货类衍生产品也在积极筹备之中。

第四，外汇衍生产品交易量平稳增长，市场规模不断扩大。截至2005年一季度，中国银行业外汇衍生交易风险敞口达到1.3万亿元。

二、目前外汇衍生产品发展存在的主要问题和制约因素

据最新统计，2005年国际外汇衍生产品市场的基础性交易品种超过1200余种，日均交易量达13000亿美元。与之相比，我国外汇衍生产品市场无论在深度和广度上都相去甚远。

1. 基础产品市场发育不成熟，市场化程度偏低

众所周知，衍生产品的发展需要以成熟规范的即期市场为基础，而我国外汇市场在交易规模和品种上都不够完善，完整市场化的收益率曲线尚未形成，交易模式比较单一，市场信息披露不足等等对商业银行发展外汇衍生产品都构成了实质性障碍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 外汇管理政策环境还需进一步改善

目前我国还存在一些限制性外汇管理政策，如强制结售汇制度、实需交易原则、资本交易的管制等，一定程度上抑制了外汇供求，导致交易不够活跃，市场流动性不足。我国前几年实行的相对固定的汇率制度弱化了商业银行外汇衍生产品的创新需求和动力，也削弱了其管理汇率风险的能力；非市场化的利率不能给出外汇衍生产品的合理定价，限制了复杂产品的设计和推广，这些因素一方面抑制了客户交易需求，另一方面削弱了商业银行内在的外汇衍生产品创新动力。

3. 客户群体尚不成熟，市场需求不足，客户对风险不敏感，业务开展深度不够

企业及机构投资者是发展外汇衍生产品市场的基础，但目前市场上现代化企业和专业化投资公司仍处于发展阶段，一部分微观经济主体的行为还没有完全市场化，自我约束机制薄弱，风险意识有待提高，对汇率波动的承受能力有限，对市场创新的要求也不强烈，直接制约了商业银行外汇衍生业务的拓展。

4. 中资银行外汇衍生产品报价能力与外资银行相比差距明显，缺乏核心竞争能力

目前，我国商业银行外汇衍生产品业务与外资银行差距主要体现在自主报价能力上，大多数外汇衍生业务需要通过在国际市场上寻找较好报价的交易对手来达成交易，这样，一方面丧失了交易的主动性，另一方面也使赢利空间大为缩小。而国际大银行凭借其充足的资本、较高的信用评级、良好的风险管理和专业人才优势，为市场提供双向报价即做市商服务，以此获得市场与客户信息，并通过大量的双向交易获取点差收益，从而在市场竞争中处于非常主动的地位，而国内银行做市商业务尚处于起步阶段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 我国商业银行外汇衍生产品交易风险管理体系相对落后，信息披露不够规范

主要表现为内控制度有待进一步完善，风险监控手段和预警机制还不十分健全，交易控制能力有待提高。除上市银行按时披露年报及重大外汇衍生产品交易信息外，其他银行很少披露金融衍生产品交易情况，使投资者不能对外汇衍生产品市场价格形成合理预期，不利于外汇衍生产品市场的健康发展。

三、推进我国商业银行外汇衍生产品发展的若干建议

1. 进一步加强外汇基础市场建设，为外汇衍生产品发展创造良好的市场条件

大力发展银行间外汇市场，增加外汇市场交易主体，增加外汇市场交易品种，鼓励交易主体进行外汇市场产品创新，开发外汇远期、货币互换、期货和期权等交易工具；完善做市商制度，增强市场流动性。

2. 逐步改善、放宽外汇管理政策，为商业银行外汇衍生产品创新创造宽松的政策环境

具体措施包括放宽商业银行对企业提供交易的外汇保值产品限制；扩大远期结售汇业务试点，并在此基础上全面开办人民币/外币远期交易和人民币/外币掉期交易，尝试开展人民币/外币期权交易；改进外汇指定银行结售汇周转头寸管理办理，逐步扩大银行持有外汇头寸浮动区间，提高商业银行根据市场供求和汇率预期自主持有外汇头寸的决定权。对于做市商银行，允许在一定范围内使用自有外汇头寸参与交易，以活跃外汇衍生产品交易市场。稳步推进利率市场化进程，形成完整的市场利率体系和收益率曲线，为外汇衍生产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品的科学、合理定价创造条件。

3. 紧密围绕客户和市场需求，积极开展外汇衍生产品创新

随着国民经济快速发展和人民币国际化进程不断深化，外汇衍生产品的市场需求将会急剧扩大。作为市场主要参与者——商业银行应立即采取措施，一是根据市场和客户需要改造业务组织架构，大力整合业务资源，建立“面向市场，贴近客户”的外汇衍生产品创新机制，高效便捷地为客户提供新的业务品种。二是按照先简单后复杂、先初级后高级、先避险后套利的次序，首先发展远期、调期类业务，然后结合市场条件推出期权、期货类业务，最后再推出更为复杂和个性化的组合类外汇衍生产品业务。

4. 以提高报价能力为重点，培育商业银行外汇衍生产品的核心竞争力

商业银行外汇衍生产品的核心竞争力，主要体现于银行面对市场如何报价、平掉风险头寸及获取价差收益的能力，即通常所说的做市能力。一家有竞争力的银行，能够通过相应手段将复杂的外汇衍生产品分解为简单的流动性强的产品，通过对这些简单产品交易从而获得较高的价差收益。而国内商业银行在此方面与外资银行差距较大，只能在比较简单的产品上进行报价，业务收益空间极为有限。因此，商业银行应积极借鉴国际先进银行的报价模型和风险管理技术，培育自身报价能力，努力成为外汇衍生产品市场中的做市商角色。

5. 开展市场营销，积极引导客户需求，培育成熟的客户群体

一是通过多种营销和培训活动，为客户提供外汇衍生产品市场培训，启发客户主动管理风险的意识，激发客户避险和套期保值需求；二是依托传统业务带动外汇衍生业务发展，为客户提供全程服务，通过信贷、结算等传统业务发现、挖掘新的外汇衍生业务机会，培育新的客户群体。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 建立健全商业银行内部风险控制和信息披露机制

一是完善外汇衍生产品交易内控制度,包括授权授信制度、风险披露制度、交易员管理制度等。二是改进风险评估方法,引入全面风险计量技术,确定审慎的风险限额和参数,注重流动性管理和杠杆比率管理,并足额计提风险准备金,提高交易清算、结算和支付系统的电子化水平。三是建立风险预警和监督机制,定期对风险估值、风险限定和风险报告的有效性进行评估,对风险管理过程和内控系统进行稽核检查,建立独立、快捷的风险报告路径,确保管理层及时准确掌控银行外汇衍生产品的交易风险情况。

外汇衍生产品在中国具有极其广阔的市场前景,可以预见,中国将在未来三至五年内发展成为世界上最主要的外汇衍生产品市场之一,我国商业银行将扮演极为重要的角色。

(该文是作者在《欧洲货币》杂志 2006 年举办的“第三届中国衍生工具高峰会议”上的发言。刘彦、安俊参加了该文的写作。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“以客户为中心”需要实现五个转变

客户是银行的衣食父母，客户是银行生存和发展的基础，客户质量的高低决定银行竞争力的强弱。在激烈的市场竞争中，“以客户为中心”的概念比较容易被银行员工理解和接受。但要把“以客户为中心”变成银行员工自觉的行动就不那么容易和简单了。在很多时候，我们口头上说的是“以客户为中心”，而在行动上则是以银行自己的产品和任务为中心。我们常常向客户推销的是自己的产品，而不是客户最急需的服务；我们向客户推销产品的目的是完成自己的计划指标，而不是想办法解决客户遇到的真正难题。那么，在我们的实际工作中，如何才能把“以客户为中心”的观念转化为实际行动呢？

一次客户营销的经历使我找到了答案。我们到一家国内知名的中外合资企业营销时，由于我们准备充分，所讲内容针对性强，该企业的中外方负责财务的副总经理不仅自始至终参加了会谈，而且还认真地提问题和记笔记，会谈相当成功。当我们从该企业出来后，与我们一起参加营销的省分行负责人由衷地感叹道：该客户的负责财务的外方总经理几乎一年都没有见过当地各家银行的领导，可我们去了以后，他不仅参加了全部会谈，而且还认真地记笔记，真使我没有想到。

那么，该公司的外方总经理为什么不愿见当地各家银行的高级管理人员呢？难道他们不需要银行的服务么？但从他们与我们交谈的认真劲来看，答案又是否定的。那是为什么？

长期以来，我国商业银行的业务种类比较固定，金融产品相对单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一,金融知识和金融工具相对滞后,我们在营销客户时主要是从银行的角度推销现有的产品,如存款、贷款、结算等,这些业务是商业银行最关心的,银行希望见客户高层的主要目的就是多争一些该类业务的市场份额。但对那些资金充裕的优质客户的管理层来讲,商业银行激烈竞争的存款、贷款、结算等传统业务并不是他们最关心的问题,只要有效率和安全保证,对客户来讲,将这些业务给哪家银行做都一样,客户的高层根本用不着参与。

就以我们营销的客户为例,由于其产品销售很好,资金非常充裕,当时没有任何贷款需求,所以,根本不用“求”银行,而该客户当时遇到的最大难题就是汇率风险。由于它是一家合资生产汽车的企业,其零部件主要从欧洲进口,而整车的销售则主要是在国内,也就是说客户支出是欧元,收入则是人民币,而人民币当时又没有直接与欧元实行联系汇率。因此,该客户存在很大的汇率风险,即美元对欧元、欧元对人民币。由于汇率在 2002 年、2003 年的巨幅波动,使该客户损失了很大一部分利润。如何有效规避汇率风险就成为该客户管理层的重要关注点,哪一家银行能够帮助该客户解决汇率风险这一难题,该银行就能赢得客户信任,客户的相关业务如存款、贷款、票据贴现和结算等业务也会随之增加。当地分行在了解了客户的真正难题后,总、分行组成了一个专业小组,针对客户的实际状况,提出了一整套规避该客户汇率风险的解决方案,目的是帮助客户降低汇率风险、锁定财务成本、减少利润的波动性、提高客户的市场竞争力和持续赢利能力。由于我们对市场汇率走势分析透彻、方案的可操作性强、交流比较充分透彻,营销效果非常好,客户回避了汇率风险,银行的中间业务收入和其他业务都大幅度增长,银行和客户实现了“双赢”。

通过这件事情,我体会到:要真正做到“以客户为中心”,银行就是要了解和掌握实体经济的变化,就是要了解和掌握客户所处市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

环境的变化，就是要了解和掌握客户需求的变化，就是要想办法解决因前述变化给客户带来的新难题。而要做到这一点，银行员工就需要实现这样几个转变：

1. 实现从关系营销到价值营销的转变

随着我国市场经济改革的深入和完善，随着实体经济由全面短缺到全面过剩的转变，随着我国金融市场的发展和完善，传统意义上的关系营销效用正在降低，客户对银行服务质量和内涵的要求越来越高。商业银行要想赢得客户的忠诚，就必须通过自己的专业服务，或者降低客户的债务成本和财务成本，或者提高客户资产收益，或者规避客户的市场风险等，在为客户创造价值的前提下，为银行增加业务量和收入，实现银行和客户的双赢。

2. 实现从单一产品营销到资产负债表的综合营销的转变

银行在营销客户时，要尽量避免一个产品、一个产品地向客户推销，而是要做一些客户需求调查工作，多了解客户的资产负债表。客户的资产负债表是企业的脉搏，通过分析资产负债表等财务报表，银行就可以了解客户的资产负债状况、期限匹配状况、汇率敞口情况、现金流情况、所有者权益情况、赢利情况及各种反映企业竞争力的指标。银行在掌握了这些指标以后，就可以知道客户需要什么样的银行服务，就可以为客户提供一揽子产品和服务性方案，如债务期限的调整、剩余资金的运用、现金流的管理、汇率风险的规避等。通过提高和改善客户的资产负债结构，提高客户的市场竞争力，来实现银行的发展目标。

3. 实现从推销自己的产品到帮助客户解决难题的转变

银行客户经理经常遇到的一个问题就是见客户的财务人员比较困难，我认为，造成这种局面的一个重要原因就是我们销售的是银行自己想销售的产品，而不一定是客户最需要的产品，如果我们能够进行换位思考，如果我们能够设身处地帮助客户解决难题，客户不仅愿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意见我们、愿意和我们沟通，而且愿意和我们做业务，同时客户对我们的忠诚度、依赖度都会很高，其他同业很难将这些客户挖走。

4. 实现从一次性营销到循环营销的转变

由于受分工、产品和金融知识等方面的限制，银行在营销客户时，往往会出现一次性营销现象，即银行为了单个产品去营销客户，而且在客户购买该产品后，银行就不进行关联产品的持续营销和服务，这种一次性营销方式，不仅给客户造成不便，而且银行的营销成本也会大幅度增加。实际上，客户对银行的服务需求是多层次、多方位的，而且客户的很多业务需求是相互关联的，如一家客户需要通过银行开一笔外汇信用证，那么，该客户就会衍生出即期售汇需求、远期售汇需求、汇出汇款需求、配套贷款需求等一系列业务，银行如果在办理信用证业务时，就对相关的后续业务进行持续的营销，不仅方便了客户，而且通过提供循环营销活动，延长了银行对客户服务的价值链。

5. 实现从全能式营销到专业性营销的转变

在金融产品比较单一的时代，一个银行的客户经理就可以为客户提供全部的银行产品和服务。但随着金融市场的发展，金融产品的复杂程度和技术含量越来越高，加上客户需求的日益多样化和个性化，一个客户经理包打天下的情况越来越不现实。因此，在银行向客户提供金融产品和服务时，要克服传统上的地域观念，即所有产品和金融服务均由客户所在地分行负责营销的概念，实行集中全行专业水平服务所有银行客户（地方客户和中央级客户）的营销观念，也就是说，任何一个地方的客户都是全行的客户，都可以享受到全行最专业的产品和服务。如一个客户（河南）需要进行项目融资，我们就能集中全行最好的项目融资专家（这些专家可以住上海、北京，也可以在香港、法兰克福），为其设计项目融资方案；如果一个客户（四川）需要银团贷款，我们就集中全行的银团贷款专家（这些专家可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在上海、广东，也可以在新加坡）为其设计银团贷款方案；如果一个客户（内蒙古）需要进行债务管理（利率掉期、货币掉期、结构性掉期），我们就集中全行最好的债务管理专家（这些专家可以在北京，也可以在香港）为其设计债务管理方案。这样，尽管客户处于不同的地理位置，但为其设计产品和提供服务的却是全行最专业人员，这对客户是非常有吸引力的。

我国实体经济已经发生了很大变化，企业客户的问题已不再是存款、贷款、结算那么简单，而且不同类型企业面临的难题也各不相同。除了传统的银行业务外，航空公司可能面临的主要问题是油价、汇率风险、外债的利率风险等成本方面的问题；而高速公路面临的最大困难则是长期融资的债务结构、现金流管理和成本问题；保险公司面临的是长期债务与资产的匹配问题；生产性企业面临的则是产品销售困难、原材料成本增加和产品更新竞争激烈问题。

因此，商业银行要想赢得客户，要想提高客户的忠诚度，就需要提高自己的专业服务水平，对不同类型的客户提供量身定做的解决方案。如对进出口类型的企业要提供国际商品市场、金融市场的分析报告，帮助其回避各种市场风险，提高其市场竞争力；对投资规模较大、期限较长的市政建设项目客户，更多的是要为其设计合理的融资结构，通过不同的期限、品种组合，降低企业的融资成本，实现现金流的匹配；对生产性企业，要提供国内外同类企业的发展趋势、产品的销售状况、产品的技术含量等方面的信息，通过企业的重组、兼并等资本市场方式，降低其产品的成本，提高其技术含量，进而提升其市场竞争力。

要真正做到“以客户为中心”，就是要不断提升自己的服务水平和服务能力，及时与客户沟通，了解客户的困难，并通过自己的专业服务，帮助企业解决难题；要真正做到“以客户为中心”，就是要不断加强银行员工自身的学习，通过对国内外金融市场上的新知识、新产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品、新服务的掌握，来帮助解决客户遇到的困难；要真正做到“以客户为中心”，除了热情和愿望外，还要换位思考，要苦练本领，通过周到细致、创造性的服务，降低客户财务成本和市场风险，提高客户的市场竞争力和持续发展能力。

总之，只有把客户的难题当成银行自己的难题，只有把客户的成功当成银行自己的成功时，银行才算真正做到了“以客户为中心”。

（该文写于2006年。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分　投资银行

【要点】

投资银行是金融从业人员向往的一个竞技场，高工资、挑战性和呼风唤雨是人们对投资银行的经典表述。那么，投资银行到底是怎么回事呢？实际上，投资银行不仅是金融企业的一个发展阶段，而且是一种生活方式。

投资银行是市场经济发展到传统商业银行无法满足市场参与者需要时的产物，它与传统的商业银行不同，它不直接为企业提供存款、贷款和资金清算服务，但它可以通过资本市场为资金的需求和供给方建立一个桥梁，进而满足市场双方的需要。因此，投资银行为企业提供的不是现成的资金，而是获得资金的方法、渠道和能力。

当然，投资银行自身也是不断进化的，现代的投资银行除了原有的桥梁作用外，还开始了直接投资，美国高盛和美林等投资银行不仅是资本市场中的大鳄，而且在地产投资、企业股权投资方面也变得一言九鼎。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的投资银行经历与感悟

我对投资银行业最初的认识是模糊的。1984 年,我大学毕业后被分配到中国建设银行工作,当年建行接收的应届毕业生有 30 多人,在相互交谈中,有两位同事说他们的新工作部门为“中国投资银行”,这是我第一次对投资银行概念的接触。在开始工作之后,我才逐步了解到:“中国投资银行”是建设银行的一个全资子公司,主要是负责转贷世界银行对中国的中小项目贷款。所谓转贷系指那些希望获得世界银行贷款的中小企业,首先向中国投资银行提出申请,由中国投资银行进行项目评估,被通过评估的企业,再由中国投资银行一并报给世界银行,世界银行将同意贷款企业的资金借贷给中国投资银行,再由中国投资银行转贷给最终用款的企业,并由投资银行负责贷款的管理和回收。1999 年,中国投资银行被中国光大银行收购,“中国投资银行”这一专有名词消失了,这就是我最早对投资银行的了解。

在中国建设银行工作后不久,由于工作关系,我开始对投资银行业务有了初步的接触,但老实讲,那时对投资银行的接触和了解还只是皮毛。因为,我在建行工作时,主要是从事外汇资金管理工作,业务范围包括外汇同业拆借、外汇买卖、外汇套期保值和外币债券投资等业务。由于有外币债券投资方面的业务,因此,经常有一些债券承销机构如高盛、雷曼等向我们推销债券,我们也购买了一些信用级别比较高的债券。自那时起,我与投资银行业务已经有了初步的接触。不过,当时,我是买方,而且所购买的产品仅限于债券(因为,国内的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业银行不能从事股票投资），所以，我那时对投资银行的了解还是外在的和浮浅的，只知道从事投资银行的人员工资很高，穿着很讲究，住五星级饭店。

1995 年 7 月，我作为建设银行的委派人员参与了中国第一家真正意义上的投资银行——中国国际金融有限公司的筹备，并在该机构工作 4 年多，这才对投资银行有了较深层次的理解，明白了“投资银行”不是一个简单的名称，而是一个非凡的金融行业概念，它是真正的金融领域的高科技。

“中国国际金融有限公司”是由中国的四大商业银行之一的中国建设银行总行、美国的投资银行摩根士丹利公司、中国经济技术投资担保公司、新加坡政府投资公司和香港名力公司合资组建的中国第一家投资银行。注册资本为 1 亿美元，总部设在北京。其业务范围包括：承销 A 股；承销 B 股、境外发行股票及境内外政府债券；进行 B 股、境外发行股票及境内外政府债券代客及自营业务；提供投资咨询及其他咨询服务；发起及管理基金；管理在华外商投资企业及境外企业的外汇资产；担任企业重组、并购及项目融资的财务顾问；进行同业拆借及外汇交易等业务。

为什么说中国国际金融有限公司是中国第一家真正意义上的投资银行呢？因为，在中金公司成立以前，在中国境内基本上没有“投资银行”这个概念，人们如果谈论“投资银行”，也总是与从事世界银行转贷业务“中国投资银行”混为一谈。在当时，中国虽有现代意义上的投资银行业务如股票上市、债券发行等，但没有现代意义上的投资银行业概念。但随着中金公司的成立，“投资银行”成了国内一个非常时髦的概念，几乎是一夜之间，国内的所有证券公司、信托公司都成立了投资银行部，对国内金融界来讲，投资银行的概念不再陌生，投资银行成了人们向往的职业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、中国第一家投资银行的艰难起步

经过一年多的艰苦筹备，中国国际金融有限公司于 1995 年 8 月 11 日在北京钓鱼台正式宣布成立。原中国建设银行行长王岐山出任公司董事长，原世界银行中蒙局局长林重庚出任公司总裁。中金公司的办公地点为复兴门的光大大厦 23 层，面积虽然仅约 800 平方米左右，但由于当时的工作人员不到 20 人，因此，给人总的感觉是“地广人稀”。

我的为期 4 年多的投资银行生涯从中金公司成立那一天开始了。由于我有资金管理方面的经验，我到中金公司后的第一项主要工作仍然是资金管理工作，我工作的部门叫司库部，主要工作就是管理公司的 1 亿美元等值的资本金。我之所以说管 1 亿美元等值的资本金，是因为中金公司的注册资本为 1 亿美元，但根据当时签订的协议，外方股东（摩根士丹利、名力集团和新加坡政府投资公司）实交资本为 5000 万美元，中方股东（中国建设银行和中国经济投资担保公司）实交资本为 5000 万美元的等值人民币，按照当时的官方汇率 1 美元兑 8.3 元人民币计算，中方股东共实交 4.15 亿元人民币。这样，我管理的资金就为 5000 万美元和 4.15 亿元人民币。我当时的职务为高级经理，我的直接上司为由摩根士丹利委派的中金公司副总裁杨杉（Harrison Young）先生，在担任中金公司副总裁之前，杨杉为摩根士丹利的董事总经理。

对于中国建设银行和摩根士丹利来讲，1 亿美元等值的资金是一个很小的数目，但对于中金公司就不同了，在没有其他业务收入时，1 亿美元等值的资本金不仅是中金公司的立业之本，而且，其投资收入是公司收入的最主要来源。管理好公司的资本金不仅是我的主要工作任务，而且是公司总裁们关心的重大项目。除了主管副总

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

裁外，公司总裁也会经常把我叫到办公室，一起用计算器计算公司资本金的收入。关心也是一种压力，我别无选择，既要保证公司资本金的安全、又要有理想的回报就是我加入投资银行业从事的第一项艰巨任务。

在加入中金公司之前，我已有十多年的外汇资金管理经验，而且，我管理的资金数量要比 5000 万美元大得多，所以，管理好 5000 万美元的资金不成问题，关键在于 4.15 亿元人民币的投资。说真的，当时我对国内的人民币货币市场和资本市场几乎是一无所知，公司其他人员在这方面的知识更少。为了管好宝贵的 4.15 亿元人民币资金，我重新开始了人民币资金管理方面的学习，包括人民币资金货币市场和资本市场的构成、人民币投资工具、人民币金融市场的参与者、人民币投资的信用风险和市场风险、人民币金融市场的监管机构和法规等。

为了提出一个切实可行的人民币投资方案，对国内金融市场的调查研究开始了。我利用我在商业银行工作的关系，拜访了一系列的监管机构、商业银行、证券公司和证券交易所，对中国金融市场的基本构成有了一定的了解，然后用英语将调查情况（中金公司是“双语”公司）写出来给老板看，老板提出问题后，再进一步调查研究。经过两个多月的了解，我认为将公司人民币资金投资中国国债可能是最好的选择。于是，我就向公司提出了投资中国国债的初步建议。

由于人民币不是可自由兑换货币，因此，人民币金融市场是一个对外资完全封闭的境内市场，境外金融机构对人民币市场的运作方式和监管情况一概不知道，作为中金公司的第二大股东——摩根士丹利也不例外，为了确切了解中国国债市场运作情况，摩根士丹利的债券专家提出了一系列内行问题（这里我需要说明，摩根士丹利之所以对中金公司的投资决策如此谨慎，除了保证其自身的股本投资安全外，一个重要原因就是：根据中金公司成立时签订的“技术转让协

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

议"规定,中金公司成立前三年的全部业务由摩根士丹利负责管理,目的是全面学习美国的投资银行技术。因此,摩根士丹利在做任何业务决定时均比较慎重,以免其信誉受到损害),同时,由摩根士丹利全球债券市场的精英(包括其美国总部债券部的负责人、欧洲债券部的负责人、亚洲债券部的负责人,这些人均为摩根士丹利的董事总经理)代表团到中国做实地调查访问。

概括起来,当时摩根士丹利专家们提出的主要问题包括:①中国国债采用的是何种清算方式?是否是国际与通用的券款两清(DVP)?②在中国国债交易中,如何减少交易对方的信用风险?是否可以采用保证金交易?③如何回避市场风险?是否有期货市场?是否可以卖空?④与前一个问题有关,即债券交易商是否允许借入特定的债券?⑤市场的透明度和交易量如何?在透明度方面,中央银行是否会通过公开市场业务向市场参与者发出自己希望的短期利率走向信号?在债券发行方面,财政部是否有一个明确的债券发行计划(包括每期债券的规模、期限和发行时间)?债券的定价方式是否有足够的透明度?⑥在国债发行方面,是否有一个固定的一级自营商队伍?⑦是否有一个被市场广泛认可的收益率曲线?⑧是否有固定的主要经济数字公布时间表?

为了解答这些专家们的问题,在我和其他有关人员的陪同下,主管司库部的中金公司副总裁杨杉先生亲自到我拜访过的机构再次做调查研究,并在 1995 年 8 月 31 日写出了一篇关于中国债券市场现状、投资风险分析和投资建议的"人民币资本金投资"的备忘录。

在杨杉写的"人民币资本金投资"的备忘录中,对中国金融市场中的国债现货交易和国债回购交易做了很好的概括,他在论述上海交易所的国债回购交易时指出:

"目前有五个国债品种可以交易。但只有一种到期期限是在 6 个月之内,即 1993 年 3 月 1 日发行的 3 年期国债,该国债的年利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为13.96%，在1996年2月29日到期并一次还本付息。另外，投资该国债可以享受保值补贴，保值补贴期从1993年7月11日开始。尽管保值补贴是针对商业银行的长期定期存款而制定的，而且在人民银行的文件中也没有提到国债的保值问题，但我得到的所有信息都证明上述保值贴补率使用于该国债。该国债的保值金额为2.6年×A（A为1996年1月中旬公布的使用于1996年2月份到期的定期存款和国债的保值贴补率）。根据我上述所讲的情况，有理由假设1996年1月份的保值贴补率为10%，按此数字计算，该国债的到期价格应为：100 +（3×13.96%）+（2.6×10）=167.88元。在8月30日上海证券交易所收盘时，该债券的价格为156元。如果我们在这个价格买入，那么，我们有可能得到15%的回报。为了进一步讲清保值贴补率，我需要指出的是能使用的保值贴补率仅为最近那一个月公布的数字，而不是定期存款和国债未到期期间的加权平均值。根据世界银行撰写的中国国债市场报告来看，保值贴补率是根据保值贴补期间的消费物价指数计算出来的，但具体计算方法没有列明。”

“目前中国有五个正式的回购市场，但除了上海市场以外，其他几个市场都不规范可信（后来其他几个回购市场上发生的巨额债务链证明当时的判断是正确的），我相信位于北京的STAQ还需要进一步研究，但我们将主要集中在上海。上海证券交易所有五种期限的回购即7天、14天、28天、91天和182天（当时还没有3天回购），利率分别为10.15%、10.89%、11.51%、13.28%，182天的没有交易。”

“除了交易量外，三个月的回购看起来是一个摆放我们人民币资金的非常好的地方，但正如我们向董事会承诺的那样，我们需要保证有适当的法律文件，这是一个问题。我被反复告知：如果融资方没有在交易所存有足够的国债，不管是自营还是代客，所有公司均不能以回购方式融资。我曾向业内人士咨询是否有书面规定，是否有标准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合同，当拆出资金方贷出资金后，它能拿回什么凭证？我经常得到这样的回答：交易所是十分审慎的，但没有书面规定和合同。我曾向资深市场专业人士索要他们所收到或发出的确认书，但均没有合同用语言——但据说确认书有官方地位，因为它要被送税务局。迄今还没有市场人士或律师能告诉我回购是根据一个协议在一个既定日期和价格买下国债再卖掉，还是抵押贷款，或是一种由借款人通过出示其国债代保管单来安排的无担保贷款。还没有人能告诉我如果借款人在回购期间破产或无力偿还会如何处理。”

杨杉在备忘录中提出的问题确实是中国金融市场的现实，他提到的很多问题不仅他不清楚，我当时也不清楚，而且现在还是不清楚，我想可能根本就没有人弄清楚过。“摸着石头过河”最能代表我们当时的境况。国内金融市场的现状，确实让我这个在中国金融机构工作多年的人很吃惊。因为，在我们对国内市场进行调查时，很多被咨询的人员都是用“据说”、“大概”、“我们都是这样做的”等模糊不清的概念来描述中国的金融市场的，很少有人能够拿出规范的市场运作程序和监管部门的规定。这种状况，在我从事的十多年的外汇资金管理生涯中是从来没有遇到过的。现实就是这么样，怎么办吧？正如一个美国律师告诉我们的那样：如果我们坚持美国式的确定性，我们在中国市场上将寸步难行。

在对中国金融市场现状做了深刻的分析后，我们认为中国金融市场虽然还有许多不完善的地方，虽然无法提供完整的法律文件来保护投资者的利益，但中国政府发展中国金融市场的信心是坚定的，特别是保持上海证券交易所市场安全运转的信心是毋庸置疑的，中国政府不会让破坏上海证券交易所市场信心的情况发生。因此，只要寻找一家信用好的中介机构，在中国开展国债投资业务应该是安全的。但对于能否大规模地开展国债投资，公司还是缺乏足够的信心。杨杉在“人民币资本金投资”备忘录中有关下一步的行动建议中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

写到：

在中国证券交易中出的事太多了，我们遇到的还少。为了加快调研速度，我们应指示：①由丰习来负责购买不超过200万美元等值的国债。②假如而且只有假如我们的律师告诉我们有"合适的文件"的情况下，将投资不超过200万美元等值的人民币资金用于在上海交易所进行回购业务。

"如履薄冰"是我们当时心情的最好写照。

1995年10月27日是中金公司值得纪念的日子，在这一天，中金公司做出了公司成立以来第一个重大业务决定——同意将公司的人民币资金投资于中国国债。为了这个决定，不仅公司有关人员做了大量的调查研究，而且聘请了美国律师事务所的律师对这一市场做了大量的尽职调查并出具了律师意见。我之所以用这么多的笔墨来描述这个决定的形成过程，不仅是因为我为此付出了很多的劳动，而且事实证明这是一个非常成功的业务决定，因这个正确的决定给公司带来了丰厚的投资回报，更重要的是，在这一段时间里，我与国际知名投资银行——摩根士丹利的同事工作联系最密切，通过一起工作，我接触到了他们的工作方法和思维方式，使我对投资银行业有了更进一步的认识——好的投资银行必须拥有一流智商的人才。同时，通过这一段时间的尽职调查，使我对中国的金融市场现状和今后改革的方向有了更深刻的认识。

中国国债交易的方式和程序到底是怎样的呢？尽管自第一笔业务到现在，4个多年头已经过去了，但我当时做那笔业务的整个流程仍历历在目：上海交易所的国债投资业务与我原来从事的境外债券投资业务完全不同。在进行中国国债投资时，投资者必须首先将资金存放在上海证券交易所的资金账户上，然后才可以在交易所购买债券。而且，在购买债券时，投资者必须亲自到中介机构的营业场所看行情和执行交易指令。由于当时交易所的债券交易量很小，甚至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我无法一次买入2000万人民币资金的债券。为了购买2000万元人民币的债券，我必须把2000万资金分成十几笔买单，每笔的成交金额最大为几百万元，最小仅为十几万元人民币。为了购买2000万资金的国债，我在该中介机构的大户室里需要等待几个小时，可最后还是没有买到足够的债券，但幸运的是，按照国际上通用的浮动盈亏(Mark to Market)计算，我第一次购买的债券就给公司赚到几十万人币的浮动赢利。在这个好兆头下，中金公司逐步坚定了进入中国国债市场的决心。

在以后的四年多时间里，我一直在从事债券投资方面的业务，并经历了新中国历史上少有的连续7次(1996年5月1日进行了第一次大幅度降息，标志中国经济发展进入了一个全新的周期。在此之前，中国的通货膨胀持续居高不下，为此，中央银行不得不对长期存款实行保值贴补)。大幅度的降低人民币存贷款利率，在这种单边上升的债券市场行情中，公司投资在国债上的4亿多人民币资本金的回报是不言而喻的。

顺便讲一下，我们当时使用的中介机构是建设银行附属的信托投资公司，选择它作为我们中介的主要理由是从信用安全角度考虑的，建设银行是中金公司的最大股东，其下属信托公司是不会违约的。其实，在选择中介机构时，我们实地拜访了许多家，有的中介机构给我们的条件还很优惠，甚至提出不要我们的交易手续费。但我们在综合平衡下，还是选择了地点较远、软硬件设施相对较差但有信用保证的中介。

二、为了鹰的另一只翅膀

有一位国际著名的投资银行家说过这样的一句话：如果将投资银行比作是一只雄鹰的话，那么，发行业务(习惯上称投资银行业务)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和销售交易业务就是它的双翅，雄鹰要想飞得高且远，就必须有健壮的双翅。我认为这个比喻是非常确切的。

在中金公司成立之初，中金公司就是只有一个翅膀即投资银行业务，而且这只单翅也很软弱无力。我在前边讲过了，对中国人来讲，投资银行概念本身就是一个全新的概念，别说要做具体业务了。当时遇到的两个最大的困难就是：一是人们对投资银行业务缺乏了解，在公司成立之初，客户问的最多的问题就是“你们公司是干什么的”；二是企业不愿支付顾问费用。在这种情况下，开展投资银行业务的难度是可想而知的。

中金公司这只鹰也不例外，它要想飞起来，也必须有两只翅膀，尽管其羽毛不一定丰满。经过慎重抉择，在 1997 年召开的中金公司董事会上批准了中金公司成立“销售交易部”的建议。我被任命为该部的副总经理，负责筹建并运作此部门。销售交易部的工作经历使我对投资银行的实质有了更深刻的理解。因为，在开始销售交易部工作之前，我虽然已在投资银行这一行业工作了两年多，但由于我主要是管理公司的资本金，仍属于金融市场中的买方，所以，我对投资银行业的挑战性缺乏足够的认识，真正的投资银行远不是我原来想像的那么美丽动人。

由于我有过建立交易室的经验，前期准备工作包括申请席位、招聘人员、购买交易室软硬件设备和建立前后台程序等工作比较顺利，当然，在这个过程中得到了很多摩根士丹利专家的悉心指导。而且，由于市场利率环境也比较好，公司的自营业务（我们只能做国债业务）收益不错。我可以自豪地讲，在我负责销售交易部的两年多时间里，该部门连年超额完成公司核定的赢利预算。但我知道，公司成立销售交易部的目的绝不是仅仅为了自营业务，即使从“销售交易部”的名字构成来看，“销售”要排在交易之前，可见，我不仅要做好交易，而且要做好销售业务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我过去10多年的工作经历(包括加入中金公司的前两年)中,我一直是金融市场的买方,也就是说,我一直是选择卖方给我提供的产品,我不断向卖方提出一个接一个也许无知、也许无关紧要、也许明知不宜回答的问题,卖方需要不厌其烦地耐心解答,直到我满意为止。现在我成卖方了,我不仅要有回答买方问题的准备,但关键是找到愿意向我们提问题的买方。在销售交易部成立之初,我们根本不知道我们的买方在什么地方。

中国资本市场是一个以个人投资者为主的新兴市场,而中金公司则是以机构投资者为服务对象的新机构,加上中金公司只能开展国债业务,而不能从事国内资本市场上最主要的A股业务,所以,我们在发展客户时,必须回答这样一个问题:什么是中金公司的竞争优势?

那么我们是如何向买方陈述中金公司的竞争优势呢?①中金公司是中国第一家中外合资的投资银行,它的两个最大股东分别为国内的最大商业银行之一的中国建设银行和美国最大的投资银行之一的摩根士丹利,所以,中金公司虽然是一个新公司,但由于有股东的全力支持,加上中金公司的职员都是有经验的人员,所以,我们与一般的新公司不同,中金公司能够为客户提供一流的服务。②中金公司在股东的帮助下,建立了一整套严格的内部管理制度和服务规范,使投资者就可以在国内享受一流的投资银行服务。严格的前台交易和后台清算分工及自营业务和代客业务的严格分开使客户的资金和证券安全得到保证;专业的销售服务人员可以使投资者的交易完全与国际通用的交易方式接轨,投资者完全通过电话进行交易而不必每次都要亲自到"大户室";独立的、高质量的研究报告可以使投资者有一个明确的市场判断等。

在销售人员的艰苦工作下,我们终于在1998年2月17日迎来了第一个尊贵的机构客户。这是一个值得纪念的日子,它标志着销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售业务的真正开始，它标志着投资银行业务功能的完善。从销售交易部筹建到我们拥有第一个机构客户，我们用了近半年的时间，中间的酸甜苦辣只有经历过的人才有体会。但毕竟我们销售交易部名副其实了，不仅有交易业务，而且有了佣金收入(虽然当时的佣金业务收入很少)，这一点很重要。良好的开始等于成功的一半，销售业务也是如此。由于我们成功地拥有了第一个客户，而且该客户的知名度和信誉很好，他们对我们的选择，使我们再去争取新的客户时，我们的说服力就提高了，发展客户的进度也就加快了。我们发展第一个客户用了半年的时间，而发展第二个客户的时间则要短很多。

随后，我们又成功地完成了一系列债务产品和股票产品的销售，中金公司的销售业务逐步走上了轨道。

我们的第一次债券销售是完全按照国际投资银行的通常做法进行的，所有的债券全部配售给了机构投资者。1997 年中金公司作为副主承销商参与了国家电力债券的承销，在这次承销团成员中，只有中金公司没有证券营业部，这对于一个以散户为主的证券市场来讲，其弱势地位是很明显的。为了成功完成销售，我们坚持按国际投资银行以机构投资者为主要服务对象的宗旨，积极向机构投资者推介国家电力债券的投资价值，认真回答投资者提出的各种问题，经过我们销售人员的卓有成效的工作，在很短的时间内，不仅将承销的债券全部售出，而且还与一批机构投资者建立了良好的信任关系。1998 年三峡债券的销售更是对我们销售能力的考验。中金公司是以机构投资者为服务对象的投资银行，对机构提供优质服务没有问题。但中国是以个体投资者为主的新兴市场，市场各方在进行业务时不得不考虑个人的利益。三峡是全国人民的三峡，因此，三峡发债要全国人民都能买到三峡债券，也就是说，三峡债券的销售必须出售一部分给个人。从理论上讲，这个要求是合理的，而且其他承销商也是能做到的，因为他们有很多营业部，但对中金公司则是一个不小的难题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了满足发行体对个人出售的要求，我们不得不临时将公司的会议室改为营业部，并调动公司的有关人员进行排练，以保证对个人的销售万无一失。由于工作组织严密，我们成功地实现了个人、机构同时销售且双方均满意的结果，销售交易部经住了考验。

对销售交易部来讲，康佳 A 股股票的销售更是一次严峻的考验。在这次康佳增发之前，中国 A 股股票是不存在销售的问题的，因为，所有的股票都是由中国证券监督管理委员会确定发行价格，然后将股票全部放在交易所的网络上进行申购。由于新发股票的市盈率一般在 15 倍左右，而已上市交易的股票的平均市盈率在 30 倍以上，因此，投资者根本不用关心所认购股票的投资价值，关心的是能申购到多少股，因此，中国市场没有发不出的股票，哪怕是一堆垃圾，只要能够争取到上网发行的资格，准能被善良的投资者(投机者)抢购一空。而这次我们承销的康佳 A 股二次增发则是一个完全不同的故事。

关于康佳 A 股发行的挑战性可以从《中国证券报》上“诸多未知数说明了什么”一文中看出一二。在这篇新闻分析中，记者写到：深康佳增发 A 股方案日前亮相，尽管此前该公司的数次披露已经传递了它将在增发过程中进行大胆创新的信息，但其创新的程度最终还是让市场大吃一惊，有关各界对此最强烈的反应就是“怎么这么多的不确定因素”。

记者接着写到：仔细阅读由主承销商中国国际金融有限公司公布的《康佳集团股份有限公司增发 A 股对机构投资者配售的具体办法》，可以发现，不确定性因素主要有以下三个方面：一是发行价格的不确定；二是对机构投资者和个人投资者实际发售的股票数量和比例不确定；三是不同的机构投资者可以认购的数量不同，这一比例也是一个未知数。事实上，认购康佳所增发的 A 股，机构投资者可在网下配售和上网竞价两种方式中选择，但无论何种方式，其可认购的比例将由主承销商来确定，这与不久前首钢股份向法人配售有所不同，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但符合国际惯例，国内公司在香港上市均采取这一方式。

“开弓没有回头箭”是我在进行康佳销售时常对我的同事讲的一句话。康佳A股发行的公告已经在报刊上登出来了，除了成功销售以外，我们别无选择。为了使正式的路演能够顺利进行，我们销售人员对我国证券市场上最主要的机构投资者——10家证券基金管理公司进行了预路演和推介，目的是向投资者解释本次股票发行方式的特点、机构投资者认购方法、股票的定价方法、股票的分配方法和回拨机制等，并将投资者关心的问题反馈给发行人。接着，正式开始了紧张的路演，其形式包括一对一面谈和大型推介会集中推介两种。

路演的开始就是对发行人的高级管理人员和投资银行考试的开始。实际上也确实如此，当我们到达一家基金的会议室后，每一个人面前只放着两样东西：一样是茶水，一样是基金关心的问题提纲。基金公司的考试很严格，而且投资者给我们的考试成绩将直接关系到股票发行的成功与否。为了获得高分，发行人不仅要向投资者讲述一个美丽而动听的故事，而且还要对投资者提出的所有问题做出符合逻辑推理的答案。整个路演（包括拜访10家基金管理公司和举办两次大型推介会）共进行了五天，讲了12遍同样的美丽动听的故事，回答了无数个投资者深思熟虑的问题。

路演结束了，接着就是投资者的打分——股票的定购数量。我们开始了销售工作的第二个阶段——建立销售账册。机构投资者的决策是慎重的，给订单远不比听故事那么容易被打动。由于这次发行的不确定因素太多，我们账册上订单的增长数量很缓慢，等待订单的时间也很痛苦。苦尽甘来，在关闭账册的前半天，账册上的订单数量直线上升，定购股票的总数量远远超过了康佳8000万的发行量。投资者对我们路演的打分给了优秀。

这次股票采用网上和网下两次竞价，目的是让市场这个无形的手发挥价格发现作用。在开始网上申购之前，我们必须把机构申购

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时的一些不确定因素确定下来，如网上发行的数量、认购的价格区间和回拨机制。1999 年 10 月 30 日《中国证券报》刊登了“康佳集团股份有限公司新增 A 股发行上网申购价格区间公告”，主要内容包括：本次上网竞价的价格区间以康佳已上市 A 股在上网申购日前二十个交易日的收市价的平均值 17.84 元/每股为基础，按 20% 至 10.4% 折扣比例，申购价格区间为 14.28 元/股至 15.98 元/股。

可以说是在我们愉快的心情下，开始了网上竞价。网上竞价的结果很令人满意，说明我们的定价和分配是公正合理的。据 1999 年 11 月 4 日的《中国证券报》披露：据悉，康佳增发 8000 万 A 股的上网竞价结果今日揭晓，最终确定的发行价格为每股 15.50 元。按此计算，康佳此次 A 股增发的筹资总量达到 12.4 亿元。本次上网竞价的价格区间为 14.28 ~ 15.98 元，总申购金额为 160 亿元，超额认购倍数超过 20 倍，使认购价格最终定在 15.50 元这个较高的价位。在该发行价格以上的网上认购总数超过 3.5 倍，执行了回拨机制，使网上发行数量达到 6000 万股，占发行总量的 75%。本次康佳的发行价相对于前二十个交易日的平均收盘价格 17.84 元，其折扣幅度为 13.12%；相对于前一个交易日的收盘价 16.30 元，折扣幅度为 4.9%。另据了解，本次增发的股票共有 14 家证券投资基金和其他机构投资者参与了认购，由于采取了回拨机制，网下共向机构投资者配售 2000 万股，其中 10 家基金和 19 家机构投资者的申报价格高于或等于最终确定的发行价格，将得以成功认购康佳股票。由于在该价格以上的申购数量仍高于 2000 万股，因此，基金和其他机构仅可按比例配售。

随着从交易业务到销售业务的转变，我对投资银行的认识又得到了进一步的加深。投资银行像一座桥梁，它联系着资本市场上的资本需求和供给。有了投资银行这座桥，才能实现资本顺利地从供应一方流到需求一方，而保持投资银行这座桥的畅通的基石就是销

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

售交易部和投资银行部。更形象地讲，投资银行就是一个产、供、销一体化的生产贸易企业，投资银行部联系的是资本的需求方，它要帮助需求资金的企业设计出最好、最有吸引力的融资方案，目标是让企业以最佳的融资结构筹集到所需的资金；而销售交易部联系的是资本的供应方，它的任务是帮助投资者将资本投资到最安全和回报最好的产品上，也就是将投资银行帮助设计和加工的产品以最好的价格销售出去。投资银行是一个整体，缺少任何一方，投资银行就无法在资本市场上发挥应有的作用。

三、一个词不达意的概念

我作为销售交易部的副总经理，还兼任了中金公司风险管理委员会的成员。所以，在做好我们部门业务的同时，我还有机会参与整个公司风险管理方面的事宜，这个职位就使我有机会对投资银行的全面业务情况做一了解，当然也有助于我增加对投资银行业的全面了解。另外，在筹备销售交易部之中，我还到摩根士丹利进行了两次培训，一次是风险管理，一次是投资银行业务和销售交易业务。在那里，我见到了真正的投资银行业务和投资银行家。培训和交谈使我对投资银行的认识上升了一个层次，投资银行是一个实践多于理论的行业，对投资银行最好的学习，就是直接进行业务操作。四年多的投资银行实践，使我对投资银行有了更深刻的认识，概括起来，主要有以下几点体会：

首先，从投资银行的概念来讲，投资银行实际上是一个词不达意的概念，从它的本质业务来讲，它既不从事具体的投资业务，也不从事通常意义上的存、贷款和结算等银行业务。它之所以叫投资银行并被沿用至今，我想主要有这几面的原因，一是它是从银行业务中分离出来的一个新的业务，由于与银行有很深的历史渊源，作为与商业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行的对应，当时就称这种主要从事证券承销的机构为投资银行；二是因为，虽然，作为投资银行的机构本身并不直接进行投资，但它从事的业务却是为投资筹集资金业务，如购买证券的投资者是用自有资金进行股本或债务投资，而筹集资金方更是为了进行投资，从这个意义上讲，投资银行的名字与其业务内容是很贴切的；三是因为，在习惯上，银行是信用的象征，将一个机构冠上银行的名字，比较容易为人们接受。经过这样分析，不直接从事投资的机构被称为投资银行也就不奇怪了。

其次，从投资银行的功能来讲，投资银行是为企业创造竞争力。投资银行与商业银行完全不同，商业银行可以直接为企业提供资金，而投资银行则不然。投资银行虽然也可以使企业得到资金，但必须通过市场，必须有投资者（而非投资银行本身）愿意将资金投资在这个企业，投资银行不过是在投资者和融资者之间架起了一座桥梁。因此，商业银行给企业提供的是衣食，而投资银行为企业提供的是竞争力。投资银行不能直接为企业提供衣食，但它能给企业获得衣食的能力。

再次，投资银行业务成功与否的关键是人。有一位投资银行家这样评价投资银行的人才与业务的关系，他说：投资银行的业务可大可小，关键在于人，有什么样的人做什么样的事。我认为这是对投资银行人与事关系的最好概括。投资银行是金融领域的高科技。从投资银行业务的产品设计到市场营销，都没有现成的和一成不变的东西，投资银行业务的每一步发展和每一次业务创新，都是一批杰出的人才创造出来的，这一点可以从美国 20 世纪 80 年代的高收益债券和 20 世纪 90 年代初风靡全球的衍生产品得到证实。

第四，投资银行业务成功的基础在于市场环境。虽然，人是投资银行最重要的资产，人是投资银行业的发动机。但投资银行是离不开一定的市场环境的，二者是鱼水关系。资本市场是水，投资银行是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

鱼，投资银行这条鱼要想长得大、游得远，必须有很深的资本市场之水且没有篱笆的限制。美国之所以能够培养出使其保持竞争力的投资银行，除了其拥有世界上最优秀的人才外，最关键的是他们拥有很深的、自由的、富有营养的资本市场之水。所谓很深的水是指他们的金融市场很发达，它不仅拥有发达的股本市场和债务市场，而且拥有发达的货币市场和期货市场，只要投资银行之鱼有驾驭风浪的本领，它就可以真正做到海阔凭鱼跃；所谓自由的水是指他们金融市场中没有藩篱，它的一切游戏规则都是由市场自行确定的，它给予了投资银行之鱼自由遨游的权力，而自由则是创造性的前提，创造性又是其保持生命力和竞争力的基石；所谓富有营养的水是指金融市场中资本充裕、信息发达，充裕的资本可以使投资银行之鱼有足够的营养得以不断长大，而发达的信息则可以使投资银行这些长大的鱼避免触礁。

四、中国投资银行业仍然任重道远

我最近经常在思考这样一个问题：中国能不能生长出自己的、具有世界竞争力的投资银行？

我认为中国已经初步具备了成长投资银行的基础，原因是经过50多年的发展，中国经济已经到了一个崭新的的阶段，要解决中国经济可持续发展问题、中国企业的国际竞争力问题，必须要有投资银行业的介入。我前面讲过了，商业银行为中国经济和企业提供的是粮食，在中国经济一贫如洗的时候，最需要的就是商业银行，因为只有首先填饱肚子，才能谈其他问题，因此，在新中国成立之初，商业银行的地位和作用是非常重要的，正是商业银行的发展，使中国一大批关系国计民生的支柱产业相继诞生，使中国在世界经济舞台上占有一席之地。但发展的实践证明，在中国经济从吃饱、长大的过程中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业银行的作用是无可取代的,但在培养中国经济的竞争力方面,商业银行的局限性就暴露出来了。商业银行只能在企业缺粮食时提供粮食,但它不能给企业自己在市场中寻找粮食的本领,也就是通常讲的,商业银行可以给企业提供现成的鱼,而没有办法培养企业钓鱼的本领。培养企业钓鱼本领的任务就需要新的行业,这个新行业就是投资银行业。因此,投资银行业务是经济发展到一定阶段的产物,它是在商业银行原有业务范围无法满足经济实体需要的情况下诞生的,从这个意义上讲,它是金融领域的高科技。

投资银行起源于商业银行,但二者又有很大的区别。商业银行主要业务是吸收存款、发放贷款,利用存款和贷款的利差作为利润来源。投资银行不吸收存款、也不发放贷款,其主要业务是证券发行、交易及担任企业的财务顾问。

投资银行的历史就是工业化发展的历史,这在美国和欧洲的一些西方主要工业化国家尤其如此。在美国,1933 年前,商业银行也参与证券的承销业务,1929 年 10 月,华尔街股市暴跌,人们第一次意识到商业银行投机活动对股票市场的影响。商业银行当时将自有资金投入证券市场,同时利用各种方法促使其客户认购其承销的证券。为防止商业银行活动影响资本市场,美国在 1933 年和 1934 年通过一系列立法,从根本上改变了美国金融业的面貌。1933 年通过的《格拉斯－斯蒂格尔法》,要求银行在商业银行和投资银行业务之间做出选择,商业银行只能进行存款、贷款业务,投资银行只能进行证券承销。这就在商业银行和投资银行间设立了不可逾越的长城。1933 年通过的《证券法》和 1934 年通过的《证券交易法》,为美国政府对经纪业务和投资银行业务进行管理和监督奠定了法律基础。投资银行业进入了一个全新的发展阶段。一些从事证券承销业务的专业人员从 J. P. 摩根银行离开,创立了专门从事投资银行的摩根士丹利。波士顿当时最大的银行——第一波士顿国民银行也做出了同样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的选择,投资银行第一波士顿随之产生。

因此,要想用一句话给投资银行下个定义是比较困难的。概括来讲,投资银行的主要职能是:帮助那些需要资金的公司、政府机构获得资金;帮助那些需要投资的公司、个人和政府机构实现投资愿望。投资银行就是一个沟通投资者和融资者的桥梁。

投资银行的主要业务活动是:为资金的使用者策划并执行融资计划(包括股票、债券、兼并和收购);为投资者策划并执行投资。

投资银行的服务对象是:资金的使用者和投资者。投资银行的服务目标是以对资金使用者(包括近期和长远的)最佳的融资方式和条件融得资金;为投资者取得与其所承担风险相当的资金回报。

投资银行与商业银行的主要区别在于:①服务对象不同。投资银行服务的是资本市场中的投资者和融资者;商业银行服务的是社会中的存款者。②服务的范围不同。投资银行服务的范围是在资本市场上的投融资;商业银行主要是提供贷款。③提供的金融产品种类不同。投资银行提供的产品为股本、债券、可转债、各类衍生产品、企业的兼并收购和债务重组。商业银行提供的主要是贷款或类似于贷款的债务产品。不过,随着金融自由化的发展,商业银行和投资银行中间所隔的墙已经被冲倒了。④工作的严密程度不同。商业银行有严密的内部工作程序,包括凭证的填写、内部的审批等都有一定的工作程序,每一个工作人员必须按银行既定的工作程序办理,没有发挥的余地或余地很小。⑤收入来源方式不一样,商业银行的收入靠稳定的利差,不可能产生暴利,因此,商业银行主要靠扩大资产规模来增加收入。但投资银行则完全不同,投资银行业务的一半是技术,另一半是艺术。如何满足投资和融资双方的需要,是很难按一定的程序去完成的,在很大程度上,成功的投资银行业务是技术和艺术的完美结合。如股票发行市盈率的确定、公司债券票息的确定、企业重组和收购价格的确定都需要一个项目一个项目确定,需要根据当时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场状况、需要根据投资双方的意向等来确定。投资银行业务有数学公式，但成功的投资银行业务不是用公式计算出来的，而是用技术、经验、智慧和艺术有机结合的结果。

需要是投资银行业发展的前提，但中国能否培养出自己的、具有全球竞争力的投资银行还有很多其他条件，即是否拥有很深的、自由的、富有营养的资本市场之水。那么，我们是否拥有了这样的资本市场之水呢？我的结论是中性偏悲观的。在未来的几十年中，随着中国经济的迅速发展，随着中国财富的大幅度增加，中国有可能养育出日本式的大鱼，但如果没有创造出深的、自由的、富有营养的资本市场之水，中国是无法产生出美国式的投资银行鲨鱼的。

因为，从水的深度来讲，目前的中国资本市场还很不成熟，表现在市场规则不完善、市场产品缺乏、市场分割严重等，可以说中国的金融市场还是一片片小湖，可以养一些小鱼，但远远没有足够深的水去供养鲨鱼和蓝鲸；从水的自由流动性来讲，我们的金融市场中还有许多篱笆和大坝，鱼儿还不能在金融市场的水中自由流动，也就是说，聪明的投资银行家们还不能使自己的聪明才智得到充满的发挥，金融产品的创造能力受到了很大的限制，例如，没有利率的自由浮动，就不可能创造出一个有效率的债务市场，当然，也不可能产生出一个成熟的股本市场；从水的营养成分来讲，中国金融市场的资本还很缺乏，中国金融市场上的资本拥有者还是以松散的个体投资者为主，缺乏广泛的机构投资者群体，市场还不具备大规模融资的条件。同时，中国金融市场上信息不发达透明，市场无法给投资银行之鱼提供正确的航行信息，而没有发达的信息传导系统，是无法保证鱼不触礁的。

除此之外，中国金融市场对每一片湖中的鱼都有严格的保护措施，包括建立大坝将湖水分开，以免一个湖中的大鱼吃掉另一个湖中的小鱼。在自由流动的水中，大鱼是靠不断蚕食小鱼而生存的，所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以，大鱼也是有竞争力的，一旦其不能吃掉其他小鱼而变得更强壮，就有可能被其他更大的鱼吃掉。在人工养育的湖中，鱼也可能长得像自然生长的鱼一样大，但其生存能力或者说其竞争力是无法与自然生长的鱼相比的，一旦将二者放在同一个竞争的生存环境中，人工喂养的鱼将无法与自然生长的鱼相竞争。日本就是一个很好的例子，在实行金融保护的情况下，日本在七、八十年代养育出了一批世界级的金融巨型投资银行企业如野村证券、山一证券、日兴证券和大和证券等。在当时，这些鱼的个子是很大的，都属于世界级的。从个头（资产规模）上看，日本的投资银行一点也不比美国的投资银行逊色。但由于日本的鱼是人工喂养的、湖水中的鱼，缺乏在自然的状态下生存的能力，因此，当日本的金融业被迫对外开放后，一旦让自然生长的美国鱼与人工抚育的日本鱼平等竞争时，日本鱼就不行了。纵观当今国际金融市场的汪洋大海中，已经看不到几条日本鱼了。

东方式的文化也很难在东方国家培养出美国式的投资银行。东方国家特别是中国，历来以均贫富作为人们追求的目标，这种要求结果均等而不是机会均等的社会文化，就使中国很难产生出美国式的投资银行。据资料介绍，美国大公司首席执行官的薪酬水平及形式有很大差别。一家非常大的日本公司（年销售额大约 300 亿美元）首席执行官的薪酬大约是日本工人平均工资的 17 倍，法国和德国为 24 倍，而美国是 108 倍。一个典型的例子来自石油工业。1987 年，埃克森与荷兰皇家壳牌石油公司具有差不多的销售额和利润，两家公司都是国际领先的石油公司并具有差不多的经营范围，美国埃克森公司的首席执行官薪酬为 550 万美元，而他的荷兰同行只拿 50 万美元。另一个例子来自日本的索尼公司，索尼公司的董事会全由公司的高级管理人员组成，作为一个整体，在 1989 年他们的工资和奖金共 800 万美元，平均每人 24.2 万美元。如果是在美国，即使将 820 万美元全部付给首席执行官一个人，它的薪酬也进不了美国前 10

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

名。一般工商业企业是这样,金融企业更是如此,美国投资银行家的高级管理人员一年得几千万美元的薪酬很普遍。美国著名的投资银行高盛公司在1999年上市后,原来的合伙人几乎人人是亿万富翁。回头看看中国的企业和金融机构,管理几千亿资产的商业银行行长一年的工资比一个普通的清洁工高不了几倍。而且在短时间内,这种追求结果平等的文化是很难改变的,这种东方式的社会文化就决定了在这种文化中产生的企业是没有竞争力的。没有竞争力,就无法成一个世界性的投资银行。

中国要想培养世界级的投资银行,必须不断创造和培育良好的市场环境。

(该文完成于2001年,是我在中国第一家投资银行四年半工作的体会,我为有幸参与该投资银行的创建、有幸与一大批投资银行精英一起工作而感到自豪。本文也是对我非常尊敬的投资银行家、中国国际金融有限公司第三任总裁奥斯丁·柯南先生的纪念,他为了投资银行事业来到中国,1997年5月因心脏病发作在北京去世。我在与他共事的一年多时间中,学到了很多投资银行真谛,而这些知识将使我终身受益,我会一直怀念他。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解一个真实的投资银行

一、投资银行机构框架的基本构成

投资银行是金融机构的一种，其基本机构设置并没有特别之处，一般来讲，投资银行的内部机构设置主要包括业务部门和支持部门两大类，前者为赢利中心（Profit Center），后者为成本中心（Cost Center）。

所谓赢利中心，系指那些能够为公司直接创造收入的部门，这些部门每年都有明确的收入预算，他们是公司维持和发展的发动机。赢利中心包括的业务部门有：

（1）投资银行业务部。它是投资银行业务的源头部门，主要是从事一级市场业务，主要包括：一级市场的直接融资发行业务，如公司股本融资、债务融资、市政融资和主权机构融资；另一项重要业务则是公司的重组业务，如上市公司的兼并与合并、分拆和股份置换等。由于这些业务都会引起公司的股本或债务结构的变化，而且多发生在二级市场交易以外（虽然有的恶意收购可能会通过二级市场收集筹码，但最后的成功收购均需在市场以外进行谈判和协商）进行，因此，投资银行界将这些业务称为一级市场业务或称为投资银行业务。

（2）销售交易业务部。销售交易部是投资银行的另一个重要的赢利中心，如果将投资银行比作雄鹰的话，投资银行业务和销售交易业务就是它的双翼，二者缺一不可。由于习惯上人们将一级市场业务称为投资银行业务，好像销售交易业务就不是投资银行的业务，事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实证明这是一个天大的错误。其实，销售交易业务是投资银行的一个非常重要的赢利部门，在成熟的投资银行中，销售交易业务要占公司全部收入的三分之一以上。

销售交易部又分销售和交易两个部分。销售主要是指直接将投资银行承销的股票、债券等金融产品出售给投资者的业务。由于投资银行只有将自己承销的产品卖出去，才能为发行体筹集到资金，所以，产品的销售能力如何就成了评价投资银行实力的重要标准。同时，也只有将金融产品销售出去，投资银行才能获得佣金，因此，销售业务是投资银行业务收入的重要来源。

除了销售业务以外，投资银行的另一个重要收入来源是自营和代客交易业务。所谓自营业务，就是投资银行利用自有资金进行金融产品的买卖，并通过不断的买进或卖出而赚取价差的行为，自营业务已经成为了投资银行的重要收入来源。在进行自营业务的同时，投资银行还从事代客交易，即接受客户的委托、并按客户的指示在二级市场上进行金融产品的买卖行为，通过客户的不断买卖，投资银行可以赚取丰厚的交易手续费收入。

(3)随着投资银行业务范围的扩大，现代投资银行除了传统的证券承销和交易业务外，为了增加公司的收入来源，许多投资银行都开始了资产管理方面的业务，如代理私人企业管理现金资产，一些私人企业由于对金融市场不了解，但又有大量的资金需要管理，投资银行就利用其对金融市场熟悉和专业人才云集的优势，帮助客户管理资金，并通过管理这些基金收取管理手续费。由于投资银行管理基金的专业水平较高，委托人的资金不仅实现了保值而且还能增值，于是投资银行管理的基金资产越来越大，如美国的美林证券和摩根士丹利管理的基金资产多达几千亿美元，基金管理手续费收入已经成为投资银行业务、销售交易业务自外的最重要收入。以美国三大投资银行即美林证券、摩根士丹利和高盛为例，在其总的利润构成中，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资银行业务、销售交易业务和资产管理业务各占三分之一。

所谓成本中心，系指那些不能直接为公司创造收入的后勤支持性部门，这些部门是保证公司正常运转的机构保障，但由于这些部门不直接为公司创造价值，而且是公司各项行政支出（如房租、电话、计算机等）的主要通道，因此，人们习惯上将这些部门称为成本中心。支持部门是投资银行健康运转的基础。投资银行的成本中心一般包括：

（1）法律部（Legal and Compliance）。法律部是投资银行非常重要的一个部门，其主要职责是保证投资银行业务符合当地的法律和法规要求，这一点对投资银行业务很重要。因此，投资银行的所有对外文件和协议均需其律师出具意见，以避免任何可能的法律诉讼和纠纷。同时，法律部的另一个重要功能是保证投资银行员工的行为符合公司和监管部门的要求，保证公司的形象不被公司员工的行为损害。

（2）计算机部（Information Technology）。计算机已经成为现代人生活的基本需求。对投资银行来讲，计算机已经成为投资银行生命和竞争力的一部分，对投资银行的许多业务如销售交易业务来讲，没有计算机已经寸步难行了。同时，快捷、安全和方便的计算机系统和网络已经成为发展客户的重要手段，对投资银行来讲，计算机已经成为除了人工成本以外的最重要投资。有一家美国的投资银行一年投资在计算机方面的费用高达 10 亿美元，远远超过一个落后国家在计算机方面的投资，从这个行动中不难看出，计算机对投资银行的重要性。

（3）人力资源部（Human Resource）。人是投资银行最重要的资产，人力资源部则是保证资产质量的重要条件。在投资银行内，虽然雇佣人员的主要权力在各个业务部门，人力资源部主要是一个服务性的部门，但在人才来源的渠道、应聘人员的素质、应聘人员的工作背景和经历核实等方面负有重要责任。另外，投资银行分配制度的建立、年终的绩效评估和奖金分配等都需要人力资源部的全力配合。

（4）风险管理部（Credit and Risk Management）。从现代金融机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构包括投资银行的破产案例中可以看出,导致这些金融机构倒闭的不是业务开拓问题,而是风险管理失控,香港百富勤是这样,英国的巴林银行也是如此。因此,对投资银行来讲,业务开拓是投资银行扩展的重要条件,而风险管理则是投资银行生存的关键。特别是在现代经济中,由于竞争的残酷和信息的高度发达,市场已经不给任何金融机构改正错误的机会了。金融机构生存的最好办法就是不要犯错误,而保证投资银行不犯错误的重要保证就是风险管理部门的及时介入,以保证投资银行从事的一切业务都是符合其发展目标的,并且一切业务的风险都是其能够和愿意承受的。

(5)财务部(Financial Controller)。投资银行管理的核心是预算,一切业务均要围绕投资银行的赢利预算和资本回报率进行。而要做到这一点,投资银行就需要一个预算管理部门,这个部门就是投资银行的财务部。财务部每年的年底要与投资银行的所有部门一起制定下一个年度预算,当然赢利中心部门的是赢利预算,成本中心部门的为成本预算。然后,财务部要根据时间进度及时报告各个部门的预算执行情况,以保证投资银行的整体预算得以实现。

(6)资金部(Treasury)。资金是投资银行的立家之本,也是投资银行业务发展的基础。投资银行的许多业务都离不开资金,如证券承销和证券交易等。为了保证投资银行始终处于资金充裕、流通性好的良性循环状态,投资银行对其资本金都会实行非常严格的管理。资金部要根据资金的用途核定不同的资金成本,每一个业务部门需要资金时,都要向投资银行资金部进行申请,并按投资银行内部的核算规定向资金部支付利息。投资银行这样做的目的有两个,一是将投资银行最宝贵的资源用到效益最大的业务,二是迫使业务部门进行资金成本核算,尽量减少业务风险和收益不匹配的业务。

(7)总务部(General Service)。用时间就是项目、时间就是成功、时间就是收入来形容投资银行的工作是非常恰当的。正因为投资银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行的每项业务都非常紧急，它就要求其内部的各项服务工作非常周到和及时，如复印机随时能够承担巨额复印量的任务、订票人员随时能得到最近一个航班的机票等。这些紧急工作都需要一个非常有效率和有耐心的后勤保障部门，这个部门就是投资银行的总务部。

当然，在投资银行这个最具有创造性的行业里，随时可能就会有一个新的部门和新的名称出现，但其基本功能不会超出上述业务划分，不过是对特定业务的细化而已，因此，在这里就不一一列举。

二、投资银行的四大支柱业务

投资银行是金融领域的来料加工企业，其业务的两头都是在公司以外进行。所以，投资银行从事的所有业务都离不开发行体和投资者这两个主体，投资银行的主要任务就是将作为原材料的公司吸引过来，然后对其进行整体设计，并加工成高质量的金融产品，最后在市场上成功地将其出售给投资者。概括起来，其主要业务包括：

1. 证券的承销

证券承销是投资银行区别于其他金融机构的重要标志，也是投资银行的传统业务。投资银行是从证券承销开始其业务的，而且，到目前为止，证券承销仍是投资银行的重要业务。投资银行的证券承销分为股票承销和债券承销。

投资银行业典型的证券承销程序涉及这样几个方面：

首先，寻找具有在资本市场上进行融资能力的企业并得到企业的融资委托。企业在资本市场上融资，实际上是向成千上万的机构投资者或个体投资者借款，投资者为什么会愿意将自己宝贵的资金借给 A 企业而非 B 企业呢？一个重要的原因就是投资者认为 A 企业比 B 企业能够给他们带来更多的投资回报，或者说 A 企业比 B 企业有更好的市场信誉。因此，并不是每一个企业都有资格在资本市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场上进行股票或债券融资。在进行承销之前，投资银行的一个重要任务就是在市场上寻找那些经营管理完善、企业产品具有市场竞争力、有持续的赢利能力或巨大的预期赢利能力的企业。发现好的企业仅仅是投资银行工作的开始，关键还要得到企业的融资委托。投资银行业务的竞争是激烈的，好的企业对所有的投资银行具有同样的吸引力，企业可选择投资银行的余地很大。为了获得企业的融资委托，投资银行就要发挥各方面的优势，其中为企业提供具有竞争力融资结构的设计、融资手段的选择、融资市场的推荐等融资方案也是获得融资委托的重要条件。

其次，从发行者手中购买证券。投资银行获得企业的融资委托后，就需要将融资方案进一步具体化，包括对企业进行重组、不良资产剥离、企业股权结构设计、战略投资者的引入、创造企业的市场竞争力等。同时，还要结合企业和当时资本市场的实际情况，投资银行家需要设计出比传统证券更合投资者口味的证券结构，设计出对投资者具有吸引力的产品，如可转债、高收益债等创新产品。在这些工作完成以后，证券的发行就进入了执行阶段，即投资银行与发行体签署证券的承销协议。

第三，把证券分销到社会公众中去。投资银行承销证券的目的不是为了持有证券，而是为了将证券出售出去，从中赚取承销费用。因此，在签订承销协议以后，投资银行最重要的工作就是在最短的时间将证券出售到投资者手中。因为，投资银行的资本金都很小，如果有几个承销的证券不能及时出售，投资银行就不可能再进行新的承销。从一个完整的承销项目来讲，只有将承销的证券全部出售给投资者才算承销成功。否则，可能一个投资银行承销了许多项目，但不能说是承销成功，以原来的香港百富勤为例，在破产以前，其承销了大量的东南亚国家的债券，但由于投资者不认可或销售不力，许多承销的债券变成了百富勤公司的债券投资，结果，当 1997 年东南亚发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生金融危机时，百富勤被迫持有的大量债券资产大幅度缩水，公司资金的流动性严重不足，使百富勤这个曾是亚洲最成功的投资银行走上了破产道路。

总之，一项成功的证券包销是投资银行整体实力的显现，它不仅需要有强大的机构销售队伍，需要销售人员预先反馈对承销产品的市场兴趣，而且需要投资银行的一线交易员为产品的定价提供信息。另外，那种认为证券一旦出售完毕，投资银行与交易有关的联系就会终结的想法是错误的。就债券而言，投资者要求投资银行为其提供一个交易市场。这就意味着投资银行必须在二级市场的交易中充当主角。另外，交易员还可以根据自己在一种或多种证券中的市场位置，运用各种战略获得收益，如套利和投机。

2. 合并与收购

合并和收购(M&A)是投资银行的另一项重要业务。国际上一些大的投资银行如摩根士丹利、高盛等，每年参与的收购合并项目金额达数千亿美元，有的一个项目的金额就超过 1 千亿美元，如 1999 年 11 月发生的英国沃达丰电信公司出价 1240 亿欧元(约合 1290 亿美元)并购德国曼内斯曼公司，就创下了有史以来行业并购金额的最高记录。

这起被曼内斯曼公司视为敌意并购的行动得到了英国首相布莱尔的支持，同时也引起了德国总理施罗德的密切关注，施罗德在接受记者采访时暗示，敌意并购有损于公司企业文化的发展。沃达丰公司的前身是英国拉考尔电子专营移动电话的一个部门，1985 年才单独成立为沃达丰电信公司。这家研制优质高新技术产品的企业，在短短 14 年中已发展成市值仅次于英国电信公司的英国第二大电信企业。目前在 19 个国家和地区开展电信业务。在 1999 年初，该公司出资 560 亿美元成功地并购了美国空中通讯公司。由于空中通讯公司在欧洲大陆拥有较大的市场份额，并购后成立的沃达丰－空中通讯公司顺理成章地打入了欧洲大陆市场。为了进一步拓展欧洲业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务，沃达丰在又将并购的矛头直接对准了在空中通讯公司中拥有股份的德国曼内斯曼公司。但在1999年11月中旬，曼内斯曼公司先后两次断然拒绝了沃达丰公司的并购要求，同时，曼内斯曼公司又与沃达丰公司的竞争对手奥兰奇公司洽谈并购事宜。曼内斯曼一方面拒绝与沃达丰公司联手，一方面又与沃达丰的竞争对手含情脉脉的行为激怒了沃达丰公司，使沃达丰向曼内斯曼公司的股东发出了以每股240欧元的并购报价进行收购股票，这个价格比曼内斯曼公司当时每股不到150欧元高出60%，这一报价对曼内斯曼公司的股东具有极大的诱惑力。

为了抵御沃达丰的敌意并购，曼内斯曼公司奋起抗争，曼内斯曼采取的第一个步骤就是对公司进行分拆，即将公司赢利能力不强的工程建设和机械设备业务的股权出让，突出曼内斯曼公司移动通讯的主业，增加公司的赢利能力，使股东认识到独立的曼内斯曼公司比被沃达丰并购更有益，并以此来说服自己的股东不支持被沃达丰公司并购。

总之，无论最后的结果如何，从这个典型的并购案例中可以得出这样的结论：首先，在全球一体化的现代经济中，并购是一种非常普遍和正常的投资银行业务，一个企业经营不善可能被兼并，一个企业为了迅速实现业务扩张计划，可能善意或敌意收购其他公司，世界经济就是在这种不断兼并或被兼并中发展。这种不断的兼并、分拆和重组又为投资银行创造了无数施展才华的机会，可以说，每一次企业间的成功并购、分拆和重组，都离不开投资银行的介入和帮助。其次，通过企业的不断收购和兼并，不但使投资银行的客户更加具有市场竞争力，而且投资银行在这些业务中也赚取了丰厚的利润。

投资银行家参与合并和收购活动的方式有：

（1）寻找合并和收购对象。投资银行在企业合并和收购中的第一项工作就是寻找合适的合并或收购对象。在长期的资本市场运作中，作为中介机构的投资银行对企业的运作情况有深刻的了解，如哪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个企业的内部管理出了问题，哪一个企业因竞争力不断加强而希望扩大企业规模，哪一家企业期望通过收购与合并减少运作成本等。在了解这些情况后，投资银行就可以不断向自己的客户提出收购与合并建议，或根据特定客户的要求寻找合适的收购与合并对象。

(2)就交换价格和非价格条款为买进公司或目标公司提供咨询，或帮助目标公司抵御非友善的吞并企图。无论是善意还是恶意收购，最关键的问题无外乎这样几个问题：即收购与合并的成本、两个公司股票的交换价格、合并后的公司管理结构等。投资银行由于对资本市场、欲合并企业和被合并企业的现状都有一定程度的了解，而且有丰富的合并和收购经验。因此，投资银行不仅能够给公司提供各方面的建议，而且还能进行有效的实施。国际上一些著名的合并与收购案例如摩根士丹利与迪威特的合并、花旗银行与旅行者的合并等都是投资银行的杰作。

(3)帮助买进公司筹集必要的资金以实现购买计划。企业在收购或兼并中，特别是扩张性的收购或兼并中，往往在很短的时间内就需要大量的现金，这对一个企业来讲是困难的。投资银行为了促成收购或合并的成功，就需要帮助企业融通资金。一般来讲，融通资金的方式可分为银团贷款、发行债券和增发股票等。在1997年香港回归之前，中国电信在香港成功地从英国大公公司收购了香港电信的大部分股权，涉及金额为100多亿港元，在短期内让一个企业拿出这么多现金是不可能的。为了保证项目的成功，作为收购顾问的投资银行利用自己的优势，迅速组织了一个银团，通过银团贷款的方式一次就为中国电信融通100亿港元，顺利完成了收购。再如，中国电信香港1998年和1999年在中国大陆进行了大规模的收购，金额达几百亿人民币，其资金来源同样是通过投资银行帮助筹集的，仅1999年10月的一次股票增发就筹集20多亿美元。由此可见，投资银行的服务是全方位的，不仅需要帮助寻找收购或兼并对象，不仅需要设计合理的收购方案，而且还需要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

帮助企业融通资金,并最终完成收购。

3. 交易

交易是投资银行的重要业务之一,投资银行的交易分为自营交易和代客交易两部分。所谓自营业务,就是投资银行利用自有资金进行金融产品的买卖,并通过不断的买进或卖出而赚取价差的行为,自营业务已经成为了投资银行的重要收入来源。在进行自营业务的同时,投资银行还从事代客交易,即接受客户的委托并按客户的指示在二级市场上进行金融产品的买卖行为,通过客户的不断买卖,投资银行可以赚取丰厚的交易手续费收入。

投资银行的自营交易是一个双刃剑,一方面它可能为投资银行带来丰厚的利润,另一方面它又可能使投资银行陷入灭顶之灾,至于交易的最后结果如何,关键在于管理。从成功的投资银行交易业务来看,其管理程序可以分为这样几个步骤:

(1)核定每个交易品种的最大敞口头寸。核定敞口头寸是风险管理的源头,如果投资银行将风险的源头管理好了,风险所造成的危害就是可控的。那么,如何才能管理好风险源头呢?投资银行都有一个风险管理委员会,由这个管理委员会代表投资银行对其各项业务可能造成的风险进行认真评估,同时对投资银行可承受的最大风险做出判断,然后,根据各项业务的风险情况和其总的承受风险能力,对各项业务包括交易业务的最大敞口(或未平仓头寸,或可能随市场变化而发生盈亏的头寸)进行限定,这样,投资银行管理层的心中就知道自己承担的风险和可能获得的收益,就可以避免风险黑洞的发生。从国内外投资银行交易业务灾难产生的普遍原因来看,都是在交易的源头上出了问题,英国巴林银行的交易员里森是这样,中国的万国证券更是如此。

(2)建立严格的监管体系。虽然交易的源头控制非常重要,但并不是说源头控制住了就可以高枕无忧。相反,为了保证交易业务的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

顺利进行,投资银行还需要一系列的工作来保证其核定的最大敞口头寸的严格实施。如何才能保证公司风险管理原则的有效实施呢?投资银行一般从这样几个方面来进行管理,包括:建立严格的前后台分工制度,即前台交易人员与后台清算人员从机构设置和报告制度上严格分开,保证交易信息传递的透明和畅通,使投资银行管理层能够及时了解交易员的头寸持有量和盈亏情况;建立每日的交易盈亏报告,以便投资银行随时进行必要的交易头寸技术或战略调整;建立一个健康的风险管理文化,使投资银行的每一个员工特别是交易员具有自我控制风险的意识,防止交易员不健康心理(如与市场作对、固执己见和侥幸心理等)的行为发生。

4. 资产管理

从传统的投资银行业务来讲,资产管理并不属于投资银行的业务范围。但随着投资银行业务的不断拓展,业务范围也在不断发生着变化,从目前的投资银行业务的现状来看,资产管理已经成为了投资银行业务的重要支柱业务,不少投资银行的资产管理业务的费用收入已经占全部投资银行业务的三分之一左右。

投资银行在从事资产管理业务时,主要是通过设立单独的资产管理公司来进行的,一个资产管理公司可能设立多个不同类型的基金,以满足不同投资者的需要。如固定收益基金(债券基金),主要是满足比较保守型的投资者的需要;一般的股票基金,主要是满足有一定风险嗜好但又不愿承担过大风险的投资者的需要;如杠杆基金或对冲基金,主要是满足愿意承担较高的风险以牟取高额回报的投资者的需要。总之,投资银行设立基金的原则是投资者需要。

三、投资银行的收入来源

在金融行业里,投资银行的高收入是大家公认的。那么投资银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行的高收入是怎么创造的呢？投资银行的高收入不是靠资产的不断膨胀来实现的，而是靠中介业务量的扩张来进行的。概括起来，投资银行的主要收入来源由三部分组成即资本金收益、手续费收入和自营交易收入。具体来讲，投资银行的收入包括：

1. 佣金

佣金是投资银行的主要收入，主要包括两个方面的佣金即证券承销佣金和二级市场交易佣金。证券承销佣金系指投资银行通过承销发行体的股票或债券而获得的报酬。证券承销佣金一般是由承销证券的数量来确定的，投资银行承销的金额越大，获得的佣金也就越多。因此，为了赚取更多的承销佣金，投资银行一般都会积极争取尽量多的承销金额。证券承销佣金一般占投资银行业务收入的三分之一左右。

2. 利息和红利

这部分收入占投资银行收入的比例一般都比较小，因为，投资银行的账面资产一般都很小，而且主要是短期投资，但毕竟会有一些收入。如投资银行暂时不用的自有资金会存在银行生息，或投资一些短期的国债或票据等；投资银行承销的未能出售的股票或债券等，这些资产（无论是投资银行主动持有的资产或被动持有的资产）都会为投资银行带来一定的收入。但需要明确指出的是，投资银行绝不会以获得利息和红利作为自已经营的主要目标。

3. 直接交易赢利

直接交易收入是投资银行的重要收入来源。由于投资银行对金融市场比较熟悉，几乎所有的投资银行都会开展自营交易。投资银行的自营交易品种一般包括企业债券买卖、国债现券买卖、国债期货买卖、股票现货买卖、股票期货指数买卖、外汇买卖、利率调期、货币调期和商品期货买卖等。另外，由于投资银行的交易一般为 24 小时全球交易，全球所有市场的每一个变动都会成为投资银行自营交易赢利的机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 顾问业务收入

投资银行的顾问业务收入主要来自投资银行对企业重组、收购兼并的服务。由于投资银行的许多业务是为企业出谋划策，如帮助企业设计融资方案、进行公司管理结构的重组、不良资产的剥离、优良资产的收购等，被服务的企业都要付给投资银行一笔顾问费用，这些顾问费用也是投资银行收入的一个重要来源。

5. 基金管理费用收入

基金管理费用收入是投资银行的重要收入来源，一般占投资银行全部收入的三分之一左右。投资银行管理基金的收入有两种方式，一种是不管基金的回报如何，投资银行固定收取一个管理费用；一种是根据基金的回报不同而收取不同的费用，如投资银行设定一个基金收益目标，如果在核算年度里，投资银行管理的基金没有达到预定的目标，投资银行可能不收取任何手续费，但如果高于预定的目标，高出目标的收益要在投资者和投资银行之间进行分成。但无论是固定收费的基金，还是分成的基金，投资银行都会通过管理基金而获得一个稳定的收入来源。另外，由于基金的管理费用收入与管理基金的规模有直接关系，因此，投资银行会通过不断增加基金的规模来增加收入。

从投资银行的收入来源可以看出，投资银行的收入来源与商业银行是完全不同的，主要表现在：

第一，投资银行业务的一次性收入金额巨大，但不确定性高。投资银行完成一个大的项目如中国电信在美国和香港的上市发行，投资银行一次就可以收取承销费用几千万美元，这对靠吃利差收入的商业银行是不可想像的，当然，对投资银行来讲，这样好的项目也不是天天有的。三年不开张、开张吃三年是对投资银行承销业务收入的形象描述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二，中介收入为主，直接资产收入为辅。投资银行的账面资产都很小，账面资产的收入占整个投资银行业务收入的比例很小。投资银行的收入主要靠各种各样的费用，如证券的承销费用、交易的手续费用、资产管理的费用等。这些费用特别是交易和资产管理的单笔费用金额较小，但它属于经常性收入，不管市场好还是不好，投资银行的客户都要交易，投资银行总是能够收到费用。

第三、收益曲线变化较大。由于投资银行的收入主要是靠给客户提供服务收费，而客户受市场的影响很大，如上市和交易，如果资本市场不好，股票发不出去，二级市场没有交易，投资银行就没有收入来源，反之，如果一年做了几个大型企业上市或发债，而二级市场非常活跃，客户交易频繁，投资银行的费用收入就会很多。因此，相对于商业银行来讲，投资银行每年的收入变化幅度很大。

总之，一个健康的机构必须有一个好的收益构成。从投资银行业务部门的收入构成来看，理想的投资银行收入构成比例应该为三个三分之一，即投资银行业务占三分之一、二级市场交易占三分之一、资产管理的收入占三分之一。这样，投资银行的损益表就不会出现大幅度波动，投资银行的抗风险能力就会大大加强。

四、投资银行最重要的资产

如果没有智慧、创新和前卫的产品，就不会成为一个好的投资银行。从投资银行的资产负债表来看，投资银行业的资产普遍较小。投资银行靠什么在运转——人脑。投资银行所从事的业务都是金融领域的高科技业务。人是投资银行最重要的资产。人脑是投资银行的灵魂。投资银行的业务是靠人来创造和完成的。投资银行不仅需要拥有一大批各方面的人才，而且还要有一个好的人才结构，做到人尽其用。投资银行有四类人：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1)投资银行业务人员,接触的都是企业的董事长或总经理,因此,要成为一个投资银行家,至少要有这样几个条件,一是高学历,按国际著名投资银行公司的标准,投资银行家的最低学历为名牌大学的工商管理硕士;二是要有好的工作背景和好的社会背景,只有这样才能接触到客户的高级管理层,才可能拿到项目。

(2)产品设计人员,要对金融市场有非常深刻的理解,要对金融产品非常熟悉,要有很好的计算能力和创新精神,要有丰富的市场经验和定价艺术。

(3)销售交易人员,聪明透顶是对交易员的基本要求,当然,要成为一个优秀的交易员,还必须有良好的市场感觉和适当的冒险精神。交易人员则绝对是市场感觉最好的人,学历不一定高,当然是本科以上,学历太高的人不一定能赚钱,因为,市场是不规则的,如果总是用博士的思维去分析市场,不可能赚钱,这样的例子很多。销售人员会有不同的要求,销售人员要有公关能力,要有较好的学历,要有足够的耐心和说服能力。

(4)市场分析人员,分析员是投资银行的重要力量。他既是投资银行的招牌,也是投资银行业的重要卖点,投资银行人员特别是销售人员,在见客户时,常常让公司的分析人员直接与客户见面,回答客户的问题,而且,当分析人员的研究报告出来以后,销售人员就会迅速组织一系列的客户会谈和推介会,目的是加强与客户的联系,保持和进一步发展业务合作。因此,一些大的投资银行都拥有一大批在市场上有知名度和影响力非常大的分析员,如摩根士丹利的巴顿,高盛的科恩等。他们丰富的金融知识和对市场的独到见解,使他们拥有一大批投资者对他们产生明星般的崇拜,把他们视为自己财富的创造者,将他们的研究成果或买卖推荐奉若神明。因此,虽然研究人员不能直接为公司创造价值,但他可以为投资银行带来投资者,为投资银行带来业务量,并使投资者对投资银行产生信任和依赖。为了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实现投资者对投资银行分析员的信任和崇拜，投资银行在招聘分析员时，都特别看重学历、教育背景及市场影响力，这些人一定要有一群崇拜他的投资者，要有个人魅力，包括市场观点、教育背景和感染力，要经常上媒体，要经常有新的独到的观点。

分析员是资本市场上产品投资价值的发现者，一篇投资价值分析，可以使股票飞遥直上，也可以使股价迅速回落。以美国高盛公司的股票分析师科恩为例，由于其自 1994 年至 2000 年连续 5 年对美国两个股票指数做出了正确的预测，结果投资者对她奉若神明，她的一次谈话就可以使股市狂跌或暴涨。最典型的例子就是 2000 年 3 月份，当美国那斯达克指数涨至 5000 点的时候，科恩发表了一份研究报告，她认为美国高科技股票市场存在严重的泡沫，结果导致那斯达克股票指数狂跌不止，最低跌至 3500 点左右，跌幅达 30% 以上。由此可见，一个优秀的分析员对市场的影响力非常巨大的。

投资银行的资产多为流动资产，工作时间里，这些资产属于投资银行；一下班，这些资产就不一定属于投资银行。

投资银行的职业特点要求投资银行的人员必须具备这样几个件：

(1)有强烈的成功愿望。成功的愿望和不服输的信念是支撑投资银行家忘我工作的强大动力。在投资银行界，好项目的竞争程度已经达到残酷的地步。在签署承销协议之前，不要说项目已经到手；在融资项目到账以前，不要说项目已经成功。一切都在变化之中，随时都在变化之中，就是投资银行业务的特点。投资银行家必须具备勇往直前、不达目的誓不罢休的决心和勇气。

(2)有极强的承受压力能力。在很多情况下，项目成功与否的因素是超出投资银行家个人的能力的，有时候辛辛苦苦做几年、眼看就要成功的项目，瞬间可能就会化为泡影。如中国海洋石油项目，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行做了许多工作,而且已经路演了,可以说已经是成功在望了,但由于路演期间石油价格和美国股票市场发生了突变,投资银行家多年的心血就几乎白费了。一般来讲,投资银行家面临的痛苦远远多于喜悦,因此,投资银行家必须有一个良好的心理素质。

(3)身体好且精力充沛。许多投资银行在招聘中都有一个最低工作时间要求,投资银行业务的工作强度和压力超过其他任何服务行业,24 小时连续工作完全正常,一天之内飞越几个城市一点都不奇怪,而这一切均要求有一个强壮的身体。

(4)牺牲个人生活的决心。以客户为中心是对投资银行家的基本工作要求,投资银行家要以客户的要求为最高指示,要以客户的爱好为自己的爱好。投资银行界的一句行话是对投资银行家个人生活的最好描述:投资银行家没有个人生活。

(5)做好随时换工作的准备。投资银行业务的竞争是残酷和无情的,成功的投资银行家会被其他竞争对手高薪挖走,不成功的投资银行人员会被自己工作的投资银行淘汰,加入了投资银行的行列,就不要企求再有安定的生活。

除了人这个最重要的资产之外,在投资银行资产负债表的资产方还有这样几项重要资产,主要包括:

一是客户。客户包括投资者和融资者两个方面,是否拥有一大批忠实的客户是一个投资银行能否成功的关键。投资银行业务是一个完全的中介业务,是一个来料加工企业,首先要获得好的原料,然后要设计出好的产品,最后还要将产品卖出去,三者缺一不可。没有客户,就没有投资银行生存的基础。

二是产品设计和创新能力。投资银行之所以能够得到客户的信任,主要是投资银行能够为融资方的融资最大化,能够使投资者得到一个理想的投资回报。而要做到这一点,就必须有市场认可且领先于其他投资银行的产品,只有这样,投资银行才可能实现三赢(融资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者、投资者和投资银行自身)的局面,投资银行才能保持市场竞争力。

三是二级市场的交易能力和研究水平。投资者投资的根本目的是赚钱,投资银行要想赢得客户,最好的办法就是让客户跟着你赚钱,就是要把最有投资价值和升值可能的产品推荐给投资者。只有这样,投资者才会信任你,投资者才会购买你承销的产品而非其他投资银行的产品。

五、投资银行的文化

在一本描写以色列历史的《以色列的前世今生》书中,有这样一段话:一个整体消失了近两千年的国家又在原定居点集合起来的民族,重新建立起这个人类历史上独一无二的、任何民族都无法重演的事件,一个人类再不可能复现的故事。是什么力量使他们能够创造人类发展史的奇迹呢?是他们的宗教和文化。以色列人无论走到那里,他们都没有放弃自己的文化,在以色列的节日中,最重要的一项活动就是父亲向孩子讲自己民族的历史,一年一次,从无间断。从中我们可以看出,以色列的成功是其优秀文化的成功。如果没有一个非常具有凝聚力和锲而不舍的民族文化,一个皮肤都成为五颜六色的民族、一个语言都互不相通的民族是不可能再建立起一个独立的民族国家。一个民族是这样,一个企业更是如此。一个公司的成功,首先是文化的成功,投资银行更是如此。那么什么是投资银行的文化呢?投资银行的文化核心可以用四个字表示,那就是:实力崇拜。

投资银行最重要的资产是人。连接人们的是思想和文化。因此,一个投资银行的成功与否,实际上就是投资银行的文化成功与否。投资银行文化包括:以赢利为中心,以人为中心,以顾客为中心,公平对待雇员、主动性和创新精神。在投资银行文化中,创造性是投资银行生存的根本。投资银行家就是要把看起来不可行的事变成现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实,点梦为真。

从本质上讲,投资银行的文化是强者崇拜的文化,富有挑战精神的投资银行家,靠什么来证明自己的成功呢?高额的工资和市场称赞的项目。因此,每一个投资银行家都想得到更多的收入,因为,更多的收入不仅仅是个人物质财富的积累,而且是个人成功和市场价值的重要体现。而要获得更多的收入,投资银行家就要给公司创造更多的财富,更多的财富需要更多好的项目。因此,大家都在寻找能够带来丰厚利润的项目,好的项目人们就抢,反之,则无人问津。投资银行在项目的取得中,单个投资银行家的魅力和能力是一个非常重要的因素,很多投资银行的项目是随着投资银行家而不是跟着投资银行走的,所以,能够获得项目的投资银行家就是投资银行的英雄,就会得到其他人的崇拜。因此,投资银行业崇拜的就是实力,实力崇拜就是投资银行的典型文化。

在这种文化下,如何才能使投资银行正常运转并持续下去呢?按业绩分配就成了投资银行业保持活力的前提。投资银行家成功与否的标志是拿到几个项目和为公司赚了多少钱。投资银行是按业绩分配而不是按劳分配,如果没有业绩,即使你一天 24 小时都在劳动,你也不可能得到好的报酬,甚至不可能保住投资银行的职位。利润指标是每一个专业人员的无形压力,他们每天都要想着这个指标,并试图超额完成。

但现代投资银行业务的复杂性超过以往任何时代,英雄的投资银行家可以拿到项目,但无法单靠个人的力量保证项目的成功。因为,任何一个结构复杂的巨型融资项目,都需要集体的智慧,需要协作。在这种情况下,投资银行业也在不断完善自己的文化,即在崇拜实力的核心下,不断强调团队精神,强调合作。为了保证这种文化(实力崇拜和团队精神相结合)的形成,必须在分配制度上进行相应的调整,即尽量不过分强调对英雄的奖励,如取消佣金制度就是建立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种文化的第一步，但这个过程是漫长和痛苦的。因为，团队精神和实力崇拜是矛盾的，要崇拜实力，就必须对突出贡献者予以重奖，但重奖的结果势必使投资银行的其他业务人员产生对投资银行和英雄的不满，不满的结果必然是不合作，使英雄争来的项目无法执行。但如果强调团队精神，平均分配，搞大锅饭，势必影响投资银行英雄人物的涌现，势必导致投资银行竞争力的下降。因此，完善投资银行的文化将是一个持久的话题。

六、投资银行业面临的挑战

20 世纪 70 年代后，商业银行发现其储蓄纷纷流向新的货币工具，如互惠基金等。商业银行和投资银行的竞争更加激烈，商业银行努力突破格拉斯－斯蒂格尔法，以图进入利润率很高的投资银行领域。美国和欧洲很多类似的行业壁垒目前都开始被打破。这种竞争对各种业务活动的收费及毛利差额将会产生巨大的压力。投资银行业务的高额利润早已引起其他金融机构的兴趣，特别是随着商业银行竞争的加剧，商业银行的利差越来越薄，商业银行靠传统的存贷款业务已很难大幅度增加赢利。因此，进军金融领域的高科技——投资银行业已经成为时间问题。1999 年美国议会和总统均同意废除已经执行了半个多世纪的格拉斯－斯蒂格尔法案，为商业银行进军投资银行业务领域提供了法律保证。

投资银行家曾经是投资者唯一的信息和投资建议来源，而目前，投资者可以通过很多其他途径来获得相关资料。交易技术的发展可使得机构投资者无需经纪人或代理，而可在他们自己之间进行交易。这就威胁着投资银行的销售和交易收益。如中国国家开发银行和国家进出口银行的债券发行，就是直接销售给投资者，根本没有投资银行的事情可做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但投资银行不会消失，因为投资银行的核心作用是为投资者创造价值，同时为经济增长融资和提高融资企业的竞争力。科技的发展使资本的使用者和提供者之间的联系更快，但投资过程中人的判断、建议以及金融创新仍需要投资银行发挥作用。

七、投资银行业与资本市场的关系

投资银行和资本市场的关系是典型的鱼水关系，二者密不可分。投资银行是资本市场的创造者。投资银行使资本市场上的产品丰富多采，投资银行的积极参与使资本市场的交投活跃。投资银行架起了沟通投资者和融资者的桥梁。资本市场虽然是投资银行创造和发展起来的，但它也反过来影响投资银行业务开展的深度和广度。如果没有一个健康的资本市场，如果没有丰富的金融产品，如果资本市场的水不足够深，投资银行这条鱼是不可能长得很大和游得很远的。

资本市场可以为投资银行创造巨大的获利机会。资本市场的全球一体化为投资银行的跨国业务提供了可能。资本市场为投资银行的产品创新创造了条件。资本市场也可以制约投资银行业务的发展，如 1997 年发生的亚洲金融危机，使投资银行的许多公开融资计划不得不放弃或推迟。中国政府就推迟了发行全球债的计划。金融市场的风暴使许多投资银行亏损或倒闭，香港百富勤就是典型一例。

当然，在资本市场和投资银行的关系中，投资银行也不完全是被动的，投资银行是推动资本市场发展的主要动力。为了满足其客户的融资需要，投资银行利用其人员优势和知识优势，不断推动着资本市场金融产品的创新，资本市场上的许多新的金融品种（如高收益债券、可转换债券、资产抵押债券）等都是投资银行首先推向市场的，正是由于新的金融产品的不断出现，才使资本市场生机勃勃，才会使资本市场的水池容量不断加大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

八、投资银行在中国的发展前景

自从中国引入了投资银行的概念以来，一夜之间，几乎国内所有的证券公司和信托公司都成立了投资银行部，投资银行成为一个时髦的名词，好像所有的非银行金融机构都成了投资银行。

但实际上，纵观全球，真正能在金融市场上进行全方位投资银行业务运作的金融机构是很有限的。因此，不是每一个机构都能成为投资银行的。

要建立一个真正意义上的投资银行，必须具备如下条件：

①吸引一大批具有创业、创新和敬业精神的人才；

②有一个好的人才激励机制；

③建立一套好的风险防范措施。

中国资本市场的飞速发展将为创建中国自己的投资银行名牌提供很好的条件。但能不能有名牌出来，还需要时间的考验。

限制投资银行在中国发展的有以下几个因素：①分配机制。中国的传统文化为平衡和平均。而投资银行的文化则是分配的巨大差距。②政府的保护。中国的金融机构是人工喂养的，缺乏竞争力。所以，可以培养出日本式的相扑运动员，但培养不出美国的拳击手泰森。③人治而非机制。公司在小的时候，管理没问题，但机构一大，就失控。所以中国机构很难长大。

九、投资银行的中国墙

投资银行的立身之本是信用，在证券的定价和分配中，投资银行有很大的自主权，如何才能保证其自身的公正呢？如何能够避免投资银行的承销风险呢？资本市场部是这一切的重要保证。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在为康佳电视 A 股二次发行而拜访投资基金时，他们提出的一个重要问题就是保证主承销商在配售股票时的公平。这确实是一个重大问题，因为，当一个股票非常热销时，主承销商将股票分配给哪一位投资者就等于给这位投资者送钱，因此，能否保证股票分配的公平就成了衡量主承销商信誉好坏的重要参照物。

投资银行是通过建立中国墙的方式来实现其定价公正、分配公平的。所谓中国墙是指资本市场部，它是一个投资银行内部的合资公司即投资银行部和销售交易部的合资公司，因为该部门的成本是由这两个部门平均负担的。资本市场部在承销业务中既不直接与发行体接触，也不直接与投资者接触，其主要任务是保证投资银行所承销证券的定价合理、分配公平、信息透明。为了做到这一点，投资银行的销售账簿是由资本市场部管理的，证券的最终分配也是由资本市场部决定的。

资本市场部为了掌握发行体的第一手信息，它需要进行独立的尽职调查，即与融资项目的承销团成员一起直接与发行体就发行公告信息进行确认，以保证发行体披露的信息是客观的和真实的。需要指出的是，在进行尽职调查时，投资银行部是不参加的，这在客观上就保证了投资银行和投资者能够得到准确和公正的信息。

资本市场部为了掌握投资者对发行证券的认购意愿，它需要直接管理证券的销售账簿，也就是说，投资者的每一个投资意愿（包括认购价格、数量）都掌握在资本市场部手中，销售交易部的销售人员只负责与投资者联系，接受客户订单，并将订单送交资本市场部。资本市场部根据订单情况，在征求销售人员和投资银行部人员意见的基础上，确定合理的发行价格，并根据确定的配售原则向投资者进行配售。由于资本市场部不直接与投资者接触，其与投资者没有直接的利害冲突，因此，其在进行证券分配时就比较客观公正。

资本市场部是投资银行市场信用的保护神。在一个承销项目

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，投资银行部主要与发行体接触，投资银行部的业绩在于拿到多少个项目。在激烈的市场竞争中，投资银行家们为了获得发行体的委托，有时可能会接受一些投资银行不愿接受的条件，如较高的发行市盈率或较低的票息等。这些条件对投资银行本身来讲风险是很大的。在这种情况下，资本市场部可以代表投资银行说：不。同样，销售交易部面对的是投资者，在进行证券配售时，特别是对一些热销的证券配售时，总是希望多给自己的客户多配售一些，在这种情况下，谁来保证分配的公正呢？仍然是资本市场部。因为，公正分配也是维护投资银行市场信誉的重要条件，只有投资者认为他们的待遇是平等和公正的，他们才会对这家投资银行产生信任，投资者才会成为该投资银行的长期客户，而客户则是投资银行生存和发展的基础。

为了保证定价和分配的公正和公平，为了保证投资银行的利益不受损害，最好办法就是让中立的部门去做这件事，投资银行内中立的部门就是资本市场部，由它去与发行体讨价还价。

十、投资银行家的三大硬件

一个从事了一辈子投资银行业务且获得巨大成就的投资银行家讲过，投资银行业要求的硬件设施很简单，概括起来就是：飞机、电话和饭店，当然还要有一个健康的身体，这就是全部。

飞机：投资银行家之所以将飞机作为三大硬件之首，是因为飞机是目前最快的交通方式，飞机是能够在最短的时间将投资银行家运送到会场的交通工具，如果有一天有比飞机更快的交通方式，那时，投资银行家就不再将飞机作为必须的硬件，因为，投资银行家需要的是效率和结果，而不太讲究过程和手段。

电话：最快、最方便的通讯方式，投资银行家总是使用最新的电话。当然，随着互联网络的发展，通讯方式有所改变，投资银行家也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迅速使用了互联网络，但电话还是无法取代的。

电话留言也是投资银行家交流的一个重要方式。由于投资银行家的大部分时间都在客户那里，员工之间面对面的联系是很困难的，但许多事情又必须进行交流，留言就成了最好的选择，因此，当你看到一个投资银行家自言自语地对着电话讲几十分钟时，你千万不要奇怪。

电话会议也是投资银行的重要交流方式，投资银行家在从事项目时，由于分工不同，可能分别处在几个城市或国家，但项目开展又需要开会做决定，如新股发行的定价等，最好的办法就是召开电话会议，通过电话把投资银行家联系起来。另外，投资银行界每天早上还要进行全球的市场分析会议，以对全球前一天发生的情况和当日要发生的情况进行交流，保证公司的决策是在了解全球的市场变化的基础上做出的。因此，投资银行的研究人员和销售交易人员每天早上都要召开全球的分析员会议，通过电话对市场的信息进行交流。

饭店：投资银行家流动的家。投资银行家住最好的饭店，一方面与其讲牌子有关，还有一个重要的原因就是能够得到很好的休息。投资银行家属于流动作业，与客户开完会，客户回家了，他们到哪里去？只能是饭店。

投资银行家住的饭店都是当地最好的，原因有两个：一是最好的饭店服务是最好的，投资银行家可以得到很好的休息；二是投资银行是一个账面资产很小的中介机构，为了使客户产生信任感，为了使客户相信投资银行有从事巨额融资业务的实力和能力，投资银行家不仅需要穿漂亮的衣服，而且要住昂贵的饭店，乘坐昂贵的汽车。因此，许多投资银行都要求其职员过上流社会的生活。

十一、投资银行家的三大软件

人脑：首先要有一个梦，然后将梦变成现实，这就是投资银行家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的工作，变一切不可能为现实。在中国电信筹划上市之初，许多业内人士包括一些专家都认为是痴人说梦。一是中国电信属于国家垄断行业，不会允许外资进入；二是中国产权关系复杂，很难成立一个上市公司必备的股份公司等。

电脑：一个国际上著名的投资银行一个预算年度投资在电脑系统（包括设备和人）上的资金为10亿美元，这个数字是很难让人相信的，却是实事。

市场环境：存在决定意识，市场环境决定产品质量，水深才可以养大鱼。投资银行要创造出一流的、有吸引人的产品，就必须有市场条件，如要设计一个理想的债务产品，就需要有基准利率、需要有远期利率、需要有利率的自由浮动、需要有期权市场、需要有清算和托管系统等，没有这些，一切都是扯淡。再如股本市场，如果实行国际上通用的股票发行机制，需要机构投资者、需要路演、建立销售账册等价格发现机制，在一个以个体投资者为主的新兴市场里是很难将投资银行家的梦变成现实的。

十二、投资银行从业者的素质要求

投资银行是一个可以充分发挥想像和使你能力得到充分发挥的行业，这是一个可以根据个人能力做事情的行业，如果你有天大的能力，你就可以做天大的事业。这是一个绝对有成就感的行业。如果你目前工作缺乏挑战性，那就干投资银行业务吧！如果你目前的工作不能充分发挥你的能力，那你最好还是选择投资银行业！如果你目前的职业缺乏创造性，我还是推荐你从事投资银行。投资银行确实是一个奇特的行业，在这个行业里，挑战和创新随处可见，运动健将也会精疲力竭。

成功的投资银行家是没有固定的模式可循的，其知识背景也千

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奇百怪的,可以是外科医生、律师、少校,也可以是浪漫的诗人。一个著名的投资银行的董事总经理告诉我,她的投资银行经历是这样开始的。她是一个法国人,在美国哈佛大学读的是希腊文学,在美国很难找到理想的工作。一天,她到一家著名的投资银行应聘,人事部的经理问她:你有何专长?她说:我会外语(当然,她会不止一门外语,法国人在美国学希腊文学,她至少会三门外语)。那位人事部经理说:那就做外汇业务吧!当她到外汇业务部报到时,看见一个交易员正骂着脏话、摔椅子,当时的情景正好满足了其浪漫的专业背景,从此,她的投资银行生涯就开始了,一干就是几十年,并且做到了投资银行业务的最高技术职务——董事总经理。我还认识一个投资银行家,在加入投资银行之前,他是一家著名医院的著名外科医生,在十多年的医院生涯中,他做过上几百个开颅手术。在多次重复劳动后,他认为他从事的工作缺乏挑战性,于是就加入了投资银行业,并成为一个企业重组方面的专家。

一个股权复杂的企业从重组到上市,两个并驾齐驱的企业从竞争到善意合并,一个健康的企业从独立运作到突然被吞并。在这个行业里,一切都是可能的,关键在于想得出来,并通过自己的努力使美梦成真。正因为其刺激,正因为其创新,正因为其对能力的挑战,投资银行业成了强人的乐园。

不在你学过什么专业,也不在你从事过什么工作,只要你具有不断创新的精神,只要你喜欢挑战性的工作,只要你具有接受新事物的能力,只要你是一个不回家的人,你就可以成为一个投资银行家。

作为一个投资银行家,不仅需要严密的逻辑推理,还必须能够滔滔不绝地讲动听的故事,说服你的客户、你的同事、你的老板。

投资银行家接触的都是聪明人,所以,你要更聪明一些,你要成为市场的领航员,你要能够驾驭整个项目的进程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十三、投资银行股票的定价策略和艺术

定价就是发现一个发行体和投资者都满意的一个点。成功的定价和分配应该是一个“三赢”的结局。所谓“三赢”：一赢是发行体最大限度地融到资金；二赢是投资者能够买到物有所值的证券，不仅能够得到稳定的投资回报，而且能在二级市场上赢利；三赢是投资银行不仅赚到了承销费用，而且赢得了客户的信任，为进一步争取市场份额创造了条件。

在市场经济条件下，没有卖不出去的商品，只有不合适的价格。换句话说，只要商品的价格被投资者认可，产品就一定能够卖出去。但投资银行在为承销的证券进行定价时，不仅要考虑所定的价格能够将证券卖出去，而且还要保证证券的价格能比较准确地反映证券的价值。在对证券进行定价时，一般应考虑这样三个方面的因素：一是市场环境，即相对于其他可能的投资机会而言所有股票的潜在收益。二是这只股票相对其他股票的价值。三是该股票基于自身的因素。

在证券的定价中，证券的买方和卖方在利益上是矛盾的，卖方总是希望以最低的成本筹集到最大量的资金，如卖方发行的是股票，它总是希望股票的发行市盈率高一些，如果卖方发行的是债券，它总是希望债券的票息低一些；但作为买方来讲，在买股票时，总是希望市盈率低一些，在购买债券时，总是希望债券的票息高一些。

无论是买方还是卖方，都是投资银行的客户，因此，也都是投资银行的上帝，哪一方都不能得罪。而要做到这一点，最好的办法就是确定一个合理的证券发行价格。什么是一个合理的发行价格呢？根据经验，对股票发行来讲，合理的发行价格就是在保证投资者拥有购买股票积极性的前提下能够最大限度地为发行体筹集资金的价格。一般来讲，股票上市后的前一个星期的二级市场价格的升、跌幅为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10%左右。

如何才能做到这一点呢？没有一个数学公式可以计算出这个价格，它需要科学、经验和艺术的完美结合。

科学：定价的产品如果是股票，分析人员需要根据股票的股价理论和数学模型进行价值评估，试算出一个理论上具有投资价值的价格。在大卫·L·多德和西德尼·科特尔以及已故的本杰明·格雷厄姆合著的《证券分析》一书中，列出了一个7年期投资的估价公式。他们在这本著作中认为，一家没有增长前景的公司的正常市盈率为8.5倍（这是最低的水平），而以每年20%速度发展的公司市盈率应为41.5倍（这是另一个极端）。由于利息率对市盈率有明显的影响，因此，广为流行的格雷厄姆－多德市盈率公式就变为如下公式：

$$P/E = \frac{37.5 + 8.8g}{i}$$

其中，g为未来7～10年的预期赢利增长率。i为当前AAA债券的一般利息率。37.5和8.8是根据经验得出的常数。

将不同的增长率和利息率代入到这个新公式中，就可以得出参考起来很方便的市盈率表，如表2－1所示。

在使用这个表之前，要先估计特定公司在未来7～10年内每年的赢利增长率。然后将这一增长率和当前利息率结合起来，就可以在表中查到理论上的市盈率，其结果与用前述公式计算的结果一样。从上述表中可以看出，成长性好的股票的市盈率一般都较高，而收益率则较低。

艺术：以康佳为例，上网申购价可以是二十日的平均价，也可以最后一个交易日的收盘价为基础，然后折让0～20%，作为增发股票的价格，但到底用哪一个价格，可以说不是科学计算的问题，而是一个艺术问题。二十天的平均价为17.84元，而最后一个交易日的收盘价为16.30元。因为，二十日的平均价比最后一个收盘日的价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高，如果用20日的均价为基数，名誉上的折让比例就大，对投资者的心理上是一种满足，所以，最后就以二十日均价为上网竞价的基数。康佳上网申购价格区间公告指出：本次上网竞价的价格区间为以康佳已上市A股在上网申购日前二十个交易日的收市价的平均值17.84元/股为基础，按20%至10.4%折扣比例，申请价格区间为14.28元/股至15.98元/股。

表2－1 不同增长率和利息率下的市盈率对照表

	当前利息率	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
	20%	71.2	53.4	42.7	35.6	30.5	26.7	23.7	21.4	19.4	17.4	16.4	15.3	14.2
	19%	68.2	51.2	40.9	34.1	29.2	25.6	22.7	20.5	18.6	17.1	15.7	14.6	13.6
	18%	65.3	49.0	39.2	32.7	28.0	24.5	21.8	19.6	17.8	16.3	15.1	14.0	13.1
	17%	62.4	46.8	37.4	31.2	26.7	23.4	20.8	18.7	17.0	15.6	14.4	13.4	12.5
	16%	59.4	44.6	35.7	29.7	25.5	22.3	19.8	17.8	16.2	14.9	13.7	12.7	11.9
	15%	56.5	42.4	33.9	28.3	24.2	21.2	18.8	17.0	15.4	14.1	13.0	12.1	11.3
	14%	53.6	40.2	32.1	26.8	23.0	20.1	17.9	16.1	14.6	13.4	12.4	11.5	10.7
预期增长率	13%	50.6	38.0	30.4	25.3	21.7	19.0	16.9	15.2	13.8	12.7	11.7	10.9	10.1
	12%	47.7	35.8	28.6	23.9	20.4	17.9	15.9	14.3	13.0	11.9	11.0	10.2	9.5
	11%	44.8	33.6	26.9	22.4	19.2	16.8	14.9	13.4	12.2	11.2	10.3	9.6	9.0
	10%	41.8	31.4	25.1	20.9	17.9	15.7	13.9	12.6	11.4	10.5	9.7	9.0	8.4
	9%	38.9	29.2	23.3	19.5	16.7	14.6	13.0	11.7	10.6	9.7	9.0	8.3	7.8
	8%	36.0	27.0	21.6	18.0	15.4	13.5	12.0	10.8	9.8	9.0	8.3	7.7	7.2
	7%	33.0	24.8	19.8	16.5	14.2	12.4	11.0	9.9	9.0	8.3	7.6	7.1	6.6
	6%	30.1	22.6	18.1	15.1	12.9	11.3	10.0	9.0	8.2	7.5	6.9	6.5	6.0
	5%	27.2	20.4	16.3	13.6	11.6	10.2	9.1	8.2	7.4	6.8	6.3	5.8	5.4
	4%	24.2	18.2	14.5	12.1	10.4	9.1	8.1	7.3	6.6	6.1	5.6	5.2	4.8
	3%	21.3	16.0	12.8	10.7	9.1	8.0	7.1	6.4	5.8	5.3	4.9	4.6	4.3

康佳增发的网下和网上均出现了超额认购，在定价时到底将增发价定在什么水平是最理想的？这也是没有数学公式可以计算的，它需要经验和艺术。经过一番激励的讨论，最后将康佳的增发价格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定在了15.5元/股,这个价格与20日的均价17.84元/股相比,折让幅度为13.12%,与最后一个交易日的收盘价16.3元/股计算,其折扣幅度仅为4.91%,第一次实行了与国际上通行的增发折让比例3%至8%实行了接轨,而此前国内增发的折让比例均在40%以上。那么,这个定价市场是否接受呢?回答是肯定的,因为,增发价格公布后,没有一个机构投资者不按时履约,而且康佳A股恢复交易后的第一个交易日的股价表现好于大市的实事,证明这次定价是发行成功的。

在定价时,至少要考虑这几方面的因素:宏观经济背景、股票市场整体趋势、投资者对特定行业和特定企业的认可程度、同行业股票的平均市盈率、投资者的心理承受力和投资者的投资收益预期等。这些因素都可以影响股票的定价,问题是如何确定每一个因素对价格的影响程度,这不仅需要经验,而且需要技术。其中最好的办法就是拜访投资者,不断与投资者交谈,从中找出市场认可的价格。只有投资者才是证券价值的最终评判者。

案例1:不成功定价策略分析

中国海洋石油公司就是一个有说服力的证据。据1999年10月15日的《香港经济日报》报道,中国海洋石油公司因投资者不接受其发行价格,原计划于10月中旬在香港和美国同时上市的IPO不得不无限期推迟。事情的经过是这样的:中国海洋石油公司是中国一家大型国有企业,原计划在全球范围内发售20亿股股票,市盈率为21.48倍至24.04倍,发售价格在8.46至9.61元,筹资金额为169.2至192.2亿港元;但在向投资者推介中发现,投资者对发行人和承销商(所罗门)的定价缺乏投资兴趣,在配售期将要结束时,原定153亿港元的国际配售金额,仅收到20%的订单。为了吸引投资者的认购兴趣,发行体和承销商不得不大幅度降低股票的发行价格和总的融资金额,即将发行总股数从20亿股降为10亿股,市盈率也从21.48至24.04倍降至16倍,当然总融资额也降至了77.5亿港元。但由于投资者仍不接受,发行体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和主承销商不得不无限期推迟本次股票发行。

市场人士在分析中国海洋石油本次 IPO 失败的原因时指出，除了当时欧美股票市场和石油价格双双下跌外，部分原因是由于承销商市场定位战略不当所致。据 1999 年 11 月号《财经》介绍，中国海洋石油公司上市与一般企业不同，主要是基于探明石油储量估值、公司经营管理和资金运用水平等综合因素，同时需要参照市场上可比公司的价格，因而具有很大的弹性，并无一定之规。但从市场反应来看，此次中国海洋石油定价确有偏高之嫌：早在推介之前，已有基金建议投资者待中国海洋石油上市跌破发行价后再持有；至路演期间，中国海洋石油准备降价的传闻更是不绝于耳，表明投资者对于 8.46～9.61港元的价格缺乏兴趣。中国海洋石油的定价与投资银行的一般定价方法即在定价之初给投资者一个较宽的有吸引力的区间、在超额认购的前提下再提价的方法相违背，中国海洋石油初始定价偏高且幅度较窄，在市场表示极度冷淡后再被动降价，显然策略不当。据报道，在中国海洋石油招股之前，不少基金经理都已抛出中国股票，准备改购中国海洋石油的股票，市场人气并不很薄，因此，甚至有人直言，如果此次上市细节处理得当的话，中国海洋石油不至于发不出去。

承销商认为亚洲投资者并不了解石油行业，所以将此次新股推销的重点方在了欧美，而忽略了亚洲市场。但结果是，欧美投资者见亚洲投资者对此股票反应冷淡，因此，在决定是否购买该股票时非常慎重。

同时，投资银行的专家还指出，由于事先对中国海洋石油过于乐观，因此，主承销商对于整个销售的安排较为大意，事先没有面向战略机构投资者定向销售，承销团实力不强。特别是作为主战场的美国市场上，竟只有所罗门自己，形势好时所罗门有机会独享巨额承销费用，但形势差时必然是势单力薄。以往的大型国际配售，主承销商一般视分销商的配售成绩来分配配售佣金，故分销商较为积极推销。但在这次发行中，主承销商在一开始就以书面的方式先要求分销商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表明佣金比例，再视佣金比例的要求分配货源。如果分销商要求的佣金较高，便可能减少其分销数量，因此，承销商认为主承销商此举有独占极大比例的承销费用之嫌，在承销团中引起负面影响。亦反映了主承销商最初对市场过度乐观，一反常规的做法使其他分销商对推销中国海洋石油的动力减弱。

我认为，中国海洋石油发行失败的原因固然很多，但从根本上讲，是投资者对其股票的发行价格缺乏认可，是对该股票的投资价值缺乏信心。

案例2:成功定价策略分析

1997年6月由原来的香港投资银行百富勤作为主承销商的中国第一拖拉机股份有限公司的H股上市。该H股发行的国际配售部分获得了约31倍的超额认购，公开发行部分更获得约296倍的超额认购，在所有发行的H股中，该股是超额认购倍数最多的股票之一。而且在其上市推介的过程中，主承销商根据投资者的反应，先后两次提高了发行价，这在第一拖拉机以前发行的H股中是没有先例的。

从发行体所处的行业来看，第一拖拉机主营业务是拖拉机的生产和销售，是一个国际金融市场上随处可见的机械制造行业，并不是一个对投资者非常有吸引力的垄断行业，其概念并不为市场所看好。为什么这么一个并不具有竞争优势的行业会得到国际金融市场上的投资者的认可呢？除了当时有利的外部市场环境外，主要是主承销商有一套完整的促销和定价策略。在促销方面，主承销商为了突出行业特点，使投资者对发行体有一个美好的想象空间，为第一拖拉机创立了一个中国农业的概念，使该股受到了投资者欢迎，因为中国是一个农业大国，粮食生产关系到整个国家的稳定和发展，实现农业机械化是中国农业发展的可靠保证，因此，农业机械制造业已成为中国政府关注的重点行业之一。在第一拖拉机上市前，香港市场尚无农业概念股，第一拖拉机作为香港市场唯一的中国农业概念股，因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于投资者而言，第一拖拉机提供了唯一参与中国农业发展的机会，其概念清晰明确。

此外，为了引起投资者对于投资中国农业概念股的兴趣，主承销商的研究部门在第一拖拉机正式推介路演之前，发行了一份中国农业的研究报告，向国际投资者大力推荐中国农业的广阔发展前景，建立投资者对投资中国农业的期望。随后，主承销商又发行了一份中国拖拉机行业的研究报告，建立投资者对该行业的认识。

同时，主承销商还有一个成功的定价策略。在路演前，主承销商为第一拖拉机安排了一个能吸引投资者及对发行体有利的定价策略。初始的价格市盈率约为9.43倍至11.82倍，随着投资者的反应逐步热烈，主承销商两次将其定价提高，最后以13.27倍的市盈率成功发行。如果在一开始就将价格定得很高，缺乏对投资者的吸引力，许多投资者可能一开始就不关心该股票的发行，市场反应就会冷淡，在买热不买冷的资本市场上，就会使该股出现问题。

为了保证信息的公正、定价的科学，通常的方式是建立销售账册，分析订单的真假和虚实、挤出订单中的水分，以真实的数据为定价的依据。

建立账册。为了及时了解投资者的真实意愿，投资银行在进行证券承销时，要建立登记投资者认购需求的账簿，以随时记录下投资者认购证券的有关情况，一般包括投资者名称、工商局发的营业执照、认购数量、认购价格区间、联系人等。

销售账册是主承销商了解投资者对其承销证券的晴雨表，通过账册，承销商可以及时了解投资者的需求数量、理想的价格区间、投资者的类型、投资者的地域分布等。通过账册，投资银行可以及时调整销售战略，如在投资者认购不踊跃时，可以通过有关媒体介绍发行体发行产品的投资价值，吸引更多的投资者参与到认购的行列。投资银行如果发现投资者的订单并不踊跃，可以降低发行价格或其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方式及时调整销售策略，以保证证券承销的成功。

接受订单。在账册启动以后，投资银行就开始接受投资者的认购订单，一般来讲，在建立账册的前几个工作日，订单不会太多，大多数投资者的订单都是在关闭账册的最后两个工作日或最后一个工作日报到主承销商，主要是金融市场动荡不定，距离发行定价的时间越长，市场上的不确定因素就越多，反之，不确定因素相对较少，投资者不愿承担过多的市场风险；另外，投资者总是希望买到有升值潜力的证券，许多投资者也希望观望一下其他投资者对该证券的认购情况，因此，投资者在投资银行建立账册期间，会不断通过各种途径了解其他投资者的认购情况，并根据证券的热销与否来确定自己是否认购或认购多少。

投资者的订单可以分为限价订单、无限价订单和联系订单，所谓限价订单，系指投资者订单仅仅在一定的价位以下才有效，如 A 投资银行承销一个 BCA 股票，投资者可以在订单中指出，如果价格在 18 元以下，投资者购买 1000 万股，也就说，当投资银行对 BCA 股票的定价为 19 元，投资者的订单就属于无效订单，投资者就不购买 BCA 股票。所谓无限价订单，系指投资者在任何价位都购买自己申购的股票，所以无论最后的股票价格定在何处，该投资者的订单均为有效订单，如 BCA 的股票定价在 30 元，该投资者仍可以买到该股票。一般来讲，使用无限价认购的投资者均系对投资银行承销的证券非常有信心，包括对证券的质量和投资银行的定价水平，否则，投资者多会采用限价认购。所谓联系订单，系指投资者的订单是否有效决定于另外一家投资者是否购买，如甲投资者在订单中明确指出：如果丙公司购买该证券，甲公司的订单就为有效订单，而在账册关闭时，丙公司没有认购，甲投资者的订单就自动失效。一般来讲，这样的投资者均为非专业证券投资者，没有独立对证券质量进行分析的能力，但对一些专门的投资机构（如著名的证券投资基金）比较信任，因此，就采取跟进投资的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析订单。在收到订单以后，投资银行要对所有的订单进行分类研究，确定有效订单，并去掉泡沫成分，提高销售账册的质量。因为，认购证券的投资者心态不同，有的是想长期持有，有的是为了赚取一、二级市场上差价，特别是当股市上涨的时候，想赚取差价的投资者的订单往往很大，有的比其自有资金数量大几倍。这时，投资银行就需要对一些大额订单，特别是来自一些不知名机构的大订单，要认真进行分析，通过电话直接与投资者联系或通过其他中介进行咨询，以保证订单的真实有效。订单是投资银行对证券定价和分配的基础，如果订单不真实，投资银行根据订单做出的一系列判断都不可能正确。以中国海洋石油为例，在路演之前，许多投资者表示愿意购买该股票，主承销商所罗门真的认为该股票很抢手，结果确定的路演价格区间很高，但直到路演结束，原来表示愿意购买中国海洋石油股票的投资者并没有真的下订单，说明原来投资者的认购意愿并不真实。建立在不真实基础上的判断只能是错误的，中国海洋石油的被迫推迟发行就说明了这个问题。

因此，投资银行家必须根据自己的经验和知识，在众多的订单中，辨认和确定哪些是有效订单，哪些是虚假订单。所谓虚假订单系指订单的主人并不是证券的长期持有者或真正的机构投资者，而是希望通过一、二级市场的价差赚取短期利润的投机者，其订单的不确定性很大。当市场好时，这些投资者的订单有可能变成真实需求，但当市场发生重大逆转时，这些订单的投资者就可能毁约，使订单成为无效订单或不履约。中国电信 1997 年在香港上市就是一个很好的例子。发行时，由于香港股市连续飘红，加上中国电信股票自身极具有吸引力，因此，在建立账册期间，投资者订单蜂拥而至，投资者看到的不是具有风险的股票，而是大把大把的钞票，投资者通过各种关系买到股票，但天有不测风云，就在中国电信发行即将结束时，亚洲金融危机波及香港，香港股市暴跌，购买中国电信的投资者不仅没有赚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到想象中的丰厚回报，而且出现了亏损。在这种情况下，个别投资者就出现了违约行为，以各种理由不执行投资银行根据其订单分配给它的股票，迫使投资银行自己出资金认购。

确定发行价格。要为二级市场留有一定的上升空间，因为，只有当投资者在一级市场上没有满足认购愿望时，投资者才会在发行证券上市时购买。因此，在定价时，主承销商和发行体一定要保有一个超额认购的量，也就是说，要有一部分人在发行市场上买不到股票，不得不到二级市场进行购买，只有这样，发行的价格才会上升，一级市场购买的投资者才会赚钱。但如果确定的发行价格过低，或者说定价以下的认购倍数过大，证券上市后的价格上升过多，证明发行体的融资没有最大化，也不能证明发行成功。当然，如果定价过高，发行价格以下的认购倍数过低，证券上市后就跌破发行价，投资者就亏钱，投资者就会不高兴，如果每次都出现跌破发行价的情况，投资者就不会再购买该投资银行承销的股票，投资银行的业务也就成为无本之源。

确定分配原则。为发行体建立最理想的投资者基础，将大部分股份分配给高素质的投资者，向重要投资者分配足够分量的股份，奖励发行过程中发挥领导作用的投资者，投资者尽量分散化和有后续的购买意愿。

实际分配。要达到发行体、承销商和投资者三方面满意，为此，要制定合理的分配比例。

十四、投资银行的路演

路演是英文(Roadshow)的意译，其本意是指巡回演出的意思，后来被投资银行界广泛应用，特指证券发行的推介会，是证券发行人惯用的与潜在或当前投资者进行沟通的重要方式。一般来讲，路演分两种情况：一种是当一个公司准备上市的时候，要向投资者介绍本公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司的业绩和未来发展前景，让投资者去购买他们发行的证券，特别是发行规模较大的证券时，路演更显得重要，有时要做三个星期或一个月，因为投资者集中的城市都要去。国际性的路演一般都要去美国的纽约、波士顿、丹佛、圣地亚哥，英国的伦敦、爱丁堡，德国，日本和新加坡等；第二种路演就是已经上市的公司，为了让投资者能够及时了解公司的近况，在每年的经营业绩公布以后，上市公司会做一次路演，主要是向股东介绍当年和下一个年度的工作，这种路演是对股东负责任的一种表现。通过发行体对自己投资价值的充分揭示，投资者对发行体是否具备投资价值才有了确认。

市场上有那么多的投资品种，以中国股票市场为例，在 1999 年底就有近千家之多，投资者为什么非要购买你的股票呢？这就需要发行体证明自己是一个能够为股东创造价值的公司，是一个能使股东利益最大化的公司，发行体和投资银行要说服投资者。

投资者不仅关心现有产品的销售情况、市场份额和管理水平，而且更关心发行体未来的发展趋势、市场战略、产品和公司的竞争力。而这些问题都需要发行体的高级管理层对投资者进行解答。

为了使投资者能够更好地了解发行体的情况，资本市场业务中就产生了路演这种方式。所谓路演就是发行体直接到机构投资者所在地进行融资推介的一种方式。由于这种推介是在较短的时间内对一大批投资者进行集中拜访，发行体和投资银行的推介人员大部分时间都在路上，故投资银行家就将这种向投资者进行推介的方式称为路演。

路演一般分为一对一面谈和召开推介会集中与投资者见面的两种形式。对一些大的机构投资者如共同基金、保险基金等一般采取一对一的方式，目的是让投资者有足够的时间就其关心的一些问题对发行体进行提问，以便达到对发行体的充分了解。在一对一的拜访中，投资者会对发行体提出一系列的问题，大的可到全球经济，小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的可到管理人的个人爱好，凡是可以关系到企业经营管理和企业市场竞争力的问题都可以提问。发行体的管理层要对这些问题一一回答，发行体要编一个美丽动人的故事给投资者，并使投资者相信发行体的故事不仅动听，而且可以美梦成真。

以 2000 年 6 月 23 日正式在香港证券交易所上市的香港凤凰卫视的全球路演为例，为了保证路演的成功，发行体向投资者提出了凤凰卫视的四个价值亮点：首先，从香港市场来看，以平面媒体加立体媒体作为运营内容的商家只有四家，而在香港市场上上市的当地媒体更是仅此一家。作为面向中国市场的媒体产业，凤凰卫视从市场定位上明显具有广泛的发展空间；其次，凤凰卫视具有一支非常专业化和国际化的管理队伍；其三，经过几年的运营，凤凰卫视已经树立了良好的品牌，这种无形资产更为有眼光的投资者所看重；其四，募集的资金将主要用于网站建设、项目制作中心的软硬件更新等具有明确使用目的的主营业务上，这就增强了投资者对投资项目的信心。针对一些投资者对凤凰卫视仍处于亏损期的疑虑，发行体和投资银行进行了有说服力的回答：在四年的投资期后，凤凰卫视的盈亏基本已处于持平，从激烈竞争的市场环境来看，这恰恰表明凤凰卫视正处于业务拓展的上升期，其业务利润的增长是稳定而加速的。再加上凤凰卫视面向中国大陆投放其项目，而中国的开放态势和经济改革所取得的成就，无疑进一步保障了商业化运作的媒体在未来的发展空间是十分广阔的。高度技巧化和战略化的路演运作，使凤凰卫视获得了投资者的普遍认同，其后的正式路演获得了巨大成功，海外投资者用大额订单表示了对凤凰卫视的认可。

对一般机构投资者即不是专门进行证券投资的公司投资者一般采用召开推介会的方式，即在一个特定的时间将对该企业证券有投资兴趣的机构召集到一起，统一回答投资者关心的问题。

一般回答这些问题都要很具体，因此，一般发行体都要求有公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总裁、财务总监、董事会秘书和发行体所从事行业的专家如总工程师等了解公司情况的人。

路演的具体过程是:发行体的高层管理人员先介绍公司的历史、现状和未来发展战略,特别是募集资金的用途及带来的投资回报等。然后回答投资者的提问,投资者的提问主要包括这几方面的内容:①管理方面的问题,包括公司的发展战略、公司治理机构、高级管理层持有股票的数量及期权等;②募集资金用途方面的问题包括募集资金的投资项目、投资项目的风险、将来产品的竞争力等;③销售方面的问题,如销售网络和营销策略、市场份额及如何实现等;④财务方面的问题,如未来收益的预测依据;⑤专业技术方面的问题,如产品的技术含量,领先市场的程度、是否有自己开发的能力、未来技术的发展趋势等。

过投资者的考试关是很困难的,许多路演的发行体管理层会更加珍惜来之不易的宝贵资金。他们知道,投资者的决心是不那么容易下的,如果没有好的回报,不能把股东的利益最大化,发行体是得不到投资者的资金的。

为了说服投资者,发行体和投资银行要编一个动听的故事,一位投资银行家说过,故事比逻辑更容易使投资者做决定。

归结一句话,发行体和投资银行不仅要使投资者相信投资你的产品不仅安全,而且能够赚钱。因为,投资者投资的目的不光是安全,而且要赚钱。

参加路演的人不仅要是发行体所在行业的专家,而且要有非常好的演讲天赋,要具有鼓动性,使投资者将故事听进去并信以为真。

十五、投资银行职员分配的基本法则

投资银行分配原则不是按劳分配,而是按贡献分配。劳而无功

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的劳动是无效劳动,无效劳动是不能给企业创造价值的,因而是不能得到报酬的,正如马拉松运动员,虽然也跑完了全程,但由于没有其他竞争对手跑得快,你也不会获得冠军。

年薪制是投资银行的分配方法,由三部分组成:一是基本工资,主要是能够满足雇员的基本生活需要;二是年终奖金,根据公司和个人的业绩而进行的奖励,它是投资银行家的主要收入来源;三是福利。

投资银行实行年薪制有以下几个优点:首先,使投资银行的人工成本为变动成本,可随投资银行经营的业绩来改变成本,以保持投资银行的赢利性。其次,可以使员工有一个心理暗示。投资银行业一般是很少公开开除员工的,除非员工触犯投资银行的明确规定。所以降低奖金是一个重要的暗示。其三,使员工的业绩和奖金挂钩。

美国的有关法律规定,股份公司薪酬最高的前五位管理人员的名单及收入情况要向股东公布。1992 年 10 月,美国证券委员会颁布了新的规定,对股份公司披露高级管理人员的薪酬提出了更加严格的要求。新规定要求公司必须以清楚和易于理解的方式在代理声明中披露高级管理人员的薪酬信息。从 1993 年开始,公司必须公布五名薪酬最高的管理人员的底薪、奖金、股票期权、股票增值权及其他长期激励薪酬。因此,股东从年报上很快就可以知道上市公司主要管理人员的薪酬。1990 年,《商业周刊》调查中的公司首席执行官平均工资和奖金达到 120 万美元,如果加上股票期权和其他长期薪酬计划的收入,平均总薪酬达到 195 万美元。按 1990 年的工资率计算,这相当于一个工人 85 年的工资,一个工程师 45 年的工资。实际上,一些大的跨国公司头头们的收入要比这高得多。1990 年,美国联合航空公司的首席执行官得到 1830 万美元薪酬,其中 1120 万美元是工资和奖金,其他的来自各种基于股票价格的长期激励计划。1990 年《福布斯》上 25 名收入最高的首席执行官平均薪酬超过了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1200 万美元。

《华尔街日报》的一篇文章透露，目前年度奖金占首席执行官薪酬的 25%，而长期激励占 36%。

十六、投资银行家

要理解投资银行家，首先要理解下边的一段故事，这一个故事告诉你两种截然不同的生活方式。故事是这样的：一个商人看到一个渔夫每天只钓一条鱼，然后就喝茶、下棋或晒太阳，这个商人对这个渔夫的行为很不理解，于是就有了这样的一段对话：

商人：你为什么每天只钓一条鱼而不多钓一些呢？

渔夫：一条鱼已经够我一天的生活了，为什么还要多钓呢？

商人：你可以把多余的鱼在市场上卖掉赚钱。

渔夫：我已经有吃的了，为什么还要赚钱？

商人：你赚钱以后，就可以买一条船，这样你就可以钓更多的鱼、赚更多的钱。

渔夫：赚那么多钱干什么？

商人：有钱以后，你就可以做你爱做的事，就可以享受生活了？

渔夫：我现在不是在享受生活么？

商人：…… ！！

一个故事，两种生活方式，显然投资银行家选择了后一种生活方式：钓更多的鱼——赚更多的钱——买更大的船——钓更多的鱼。这就是投资银行家的生活，有时间赚钱，没时间消费。一位投资银行家开玩笑讲，投资银行家很少有情人，因为他没有时间去培养感情。

因此，要用一句话对投资银行家下一个贴切的定义是困难的。要成为一个投资银行家必须具备这样几个条件：①富有挑战性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

②承受压力能力强。③富于创新。④一周工作 80 个小时。⑤客户至上。投资银行家是受过良好教育、智力过人、穿漂亮衣服的不回家的人。

一位投资银行家讲过这样一句话：选择了投资银行就等于选择了一种生活方式。这种生活方式就是在睡觉时还要睁着眼睛，发现市场上存在和出现的每一个机会并迅速将其抓住。这种生活方式就要求投资银行家牺牲休息时间、牺牲个人爱好和一切浪费时间的活动，随时能够上飞机是对投资银行家的基本要求。

投资银行家的时间分布一般为三个 1/3。

第一个三分之一在飞机上。虽然现代社会的通讯很发达，但直接与客户进行面谈仍是不可或缺，很多事宜必须当面敲定，因此，坐飞机旅行就成了投资银行家生活的一部分，一天之内走三个城市已不稀奇。一个典型的投资银行家一天的旅行线路为：早上坐第一班飞机从北京到上海，与客户开一个小时的会，然后直接到广州，与客户一起吃一个工作餐，再乘最后一个航班返回北京。这里还要指出的是，投资银行界有一个不成文的习惯，在正常情况下，总是坐最后一个航班，这样，就可以避免在客户工作时而投资银行家在飞机上的现象发生。

第二个三分之一是在开会（其中二分之一在客户处开会，讨论方案，二分之一在公司内部开会，包括客户需求会诊、出具方案、分析风险、与有关业务部门协商执行情况）。如果让世界上所有的机构进行一个会议比赛的话，投资银行肯定会进入前三名。一天之内在东西半球各开了一个股票定价会是很正常的事，北京时间下午 3 时（美国早上 3 点）开 A 股的定价会，美国时间 10 点开在香港和美国上市股票的定价会。当你听说开了 24 个小时的会时，你也不必大惊小怪。

第三个三分之一是在打电话。投资银行的人多在外，聚在一起开会是很困难的，电话会议就成了最有效的方式。电话不离手是投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资银行的一个重要特点，很多投资银行都给定，投资银行家要能使客户以最快的方式找到。很多投资银行家告诉我，你要随时让客户知道公司的情况，同时，你要随时了解市场和客户的信息，而做到这一点最有效的方式就是电话。于是，投资银行家在上飞机前打电话，下飞机的第一件事还是打电话。

十七、投资银行业务的功能

资本市场的功能不仅仅是融资，最重要的功能是培养发行体的竞争力，为资本市场引入具有投资价值的产品。投资银行的最重要功能就是为企业创造竞争力。

帮助发行体建立公司治理结构，使公司有持续的融资能力和竞争力。企业在资本市场上融资以前，投资银行就会介入发行体的重组或融资策划工作，在进行这些工作时，投资银行要与发行体一起做好这几方面的工作：

首先，发行体要有一个独特而清晰的行业概念，使投资者能够很快就清楚发行体的主业，这不仅对发行体的融资成功至关重要，而且对发行体的持续健康发展也很重要。一个企业要想在日趋激烈的市场经济中站稳脚跟并不断扩大市场份额，一个重要前提条件就是要拥有能够发挥自己竞争优势的主导行业，国际上成功的跨国公司无不是如此。如果一个企业没有主业，总是什么都想做，结果肯定是遍地开花，看起来很美丽，但收获却不一定理想。因为，每一个企业的财力、人力和管理能力都是有限的，特别是每一个行业均有自己的行业特点，需要专门的技术和管理人才，一个企业在 A 行业经营得好，不一定能够做好 B 行业。因此，投资银行在对发行体进行重组或管理层改革时，一定要为发行体找到一个对资本市场投资者具有吸引力的独特概念，而且还要使发行体有一个具有竞争力的主业和主导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品。只有这样,发行体才不仅可以在资本市场上筹集到资金,而且能够使宝贵的资金创造更大价值,使发行体的持续融资和扩张变成可能,使发行体的资金优势转化为竞争优势。

其次,帮助发行体建立强有力的管理层。投资者在衡量一家公司时,管理层的能力是一个至关重要的因素,好的管理层易被投资者接受并得到投资者信赖。因为,一个强有力的管理层可以使一家公司的资产赢利能力得到最大限度的发挥,使公司业务得以不断扩展,赢利水平不断提高,从而使投资者的利益最大化。以广东科龙为例,1996 年 7 月在香港上市时,H 股市场处于低迷时期,许多投资者均不看好国内的冰箱制造业和科龙的发展潜力,因此,反应冷淡,其公开发售只获得了 1.03 倍的认购额,并且挂牌的第一天就跌破了发行价的 15%(从 3.67 港元跌至 3.12 港元)。可以说,投资者对科龙的投资价值并不认可。但是,随着时间的推移,科龙以业绩和行动证明了自身的实力。其业绩在 1996 年和 1997 年均大幅度上市,特别是在 1997 年中国消费需求疲软时,其 1997 年全年业绩仍上升了27.5%,其股价也从 3.67 港元的发行价升到 10 港元以上,最高到达 11.85 港元。由于其业绩优良,投资者对其认可,科龙于 1997 年 7 月底又通过配售募集到 7 亿港元资金。

科龙的成功之处就在于企业具有优良的管理素质,它聘用了国外的管理人才担任如财务总监、资金部主管及负责企业形象与投资者关系等职务,是 1999 年 9 月前唯一聘用国外管理人才的 H 股公司。在 1998 年年初,《亚洲货币》杂志对全球 250 名基金经理及 150 家投资机构进行的一项调查中,科龙名列所有 H 股、红筹股和 B 股公司中管理素质最佳的公司。投资者普遍认为,科龙的管理层具有尊重小股东权益、会计账目透明度高、具有远见和深思熟虑的公司策略、有较强的执行能力等方面的优点,因此受到投资者的认可。

第三,帮助发行体建立一套能够占领行业前沿阵地的机制。现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代经济发展速度是历史上从未有过的，产品更新换代的速度是惊人的，一个企业要想在市场上立于不败之地，一个重要条件就是要能够不断推出领导市场潮流的新产品，要有产品的开发和研究能力，同时，这些产品要有广阔的市场发展前景。证券市场是一个前瞻性市场，股票市场更是如此，投资者在评价一个公司的价值时，尤为看重其是否有可行的发展计划和广阔的未来发展空间。发展前景广阔的企业必然受到投资者的青睐；反之，那些从事夕阳工业或面对激烈竞争的行业，必然使投资者怀疑其发展潜力，从而降低对其投资兴趣。

投资银行不是一次性服务，要陪伴发行体一起成长，中国电信就是一个成功的例子。

十八、投资银行界的职务序列

在中国改革开放之初，曾发生过这样一个故事，一个投资银行的副总裁受到了国内一家著名商业银行的副行长接见，因为，在中国，银行的副行长翻译成英文是"Vice President"即中文的"副总裁"的意思。在会谈时，当时双方都有一些感叹，商业银行的副行长认为国外投资银行的高级管理人员年轻有为，而国外投资银行的副总裁认为中国领导人礼贤下士，回国后还大吹一番。实际上这是一个天大的误会，国外投资银行的 Vice President（简称 VP）即中文翻译的副总裁，实际上是一个技术职务，一般工商管理硕士毕业后 5 年左右都可以得到这个职位。如果 5 年还没有得到这个职位，可能已经证明这个人不适合做投资银行。单纯从职务上来讲，VP means nothing（意思是什么都不是）。在投资银行里，一个业务部门的 VP 可能少的有四、五个人，多的可能超过 10 人，VP 就是指受过良好教育、有五年以上工作经验、有独立执行项目能力的专业投资银行人士。

国际上投资银行的职务分为两类：一类为职称（Title），就像大学

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里的教授、讲师和助教一样，投资银行分为董事总经理、副总裁和经理，有的在董事总经理和副总裁之间还有一个执行董事。另一类为职务（Function），就像大学里的校长、系主任、室主任一样，投资银行分为首席执行官（Chief Executive Officer）、财务总监（Chief Financial Officer）、运作总监（Chief Operation Officer）、部门负责人（Department Head）和小组负责人（Team Head）。投资银行的实际职务从名片上是看不出来的。

投资银行之所以要设立这么多复杂的职务序列，原因有两个：①便于与客户打交道。全球都一样，会谈讲究级别，一般都是同级别会谈，为了工作的方便，因此，对外要有一个令人尊敬的官衔；②内部激励的需要，一个系的主任只能有一个，即使再加上两个副主任，官的位置总是有限的，但很多人的水平并不比系主任低，又不可能都当系主任，最好的办法就是多评一些与系主任待遇相当的教授，否则，是很难留住优秀人才的。所以，在投资银行，从职称上讲，无论是首席执行官还是一些部门的负责人，大家都是平等的，都是董事总经理。区别是职务不一样，分工不一样。有职务的人的收入有的可能还没有没有职务的人的收入高，之所以这个人有职务，很可能是因为其组织能力强，而没职务的人可能是不愿或不善于做行政性工作。

十九、投资银行招聘职员的基本方法

投资银行最重要的资产是人，拥有一大批集聪明、挑战精神、团队精神、创造性、效率、条理、诚实、自信等于一体的人才是投资银行成功的关键。问题是投资银行如何才能得到它需要的人才呢？投资银行业的实践证明，面试是选拔合格人才的有效方式。投资银行的专业人员都是通过面试选择的。一般来讲，当公司认为应聘人员具备了公司雇人的基本条件，人力资源部就会与用人部门商定面试的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程序,包括时间、面试人员等,一切安排妥当以后,面试就开始了。

面试实际上是一个双向交流和认识的过程。一方面,公司面试人员通过交谈了解应聘人员是否具备专业知识、是否有团队精神、是否能够与公司的文化融合、是否适合公司的业务需要。同时,应聘人也会通过与公司的人面谈,对公司人员素质、公司文化、职位要求等有一个全面的了解。通过一系列的面谈,应聘者也会有一个是否能够胜任工作和适应公司的文化、能否施展自己才能的认知。有的应聘者可能面谈几次以后,就主动放弃了应聘要求。

面试的目的是选择适合自己公司文化的有才能的人。有的人很有才能,但可能不适合这个行业,可能没有团队精神,可能不能承受工作压力等。一般来讲,国际上投资银行人员分为专业人员和支持人员,专业人员都是从有一定工作经验的人员中选择的,很少或根本不直接从大学中招聘,所以其应聘的专业人员都是能够胜任特定工作的人员,基本素质和能力应该没有问题,主要是能否与公司需要的工作岗位相适合,与公司的文化相适合,而这些是无法通过考试或其他方式所能确定的。支持人员很多是从大学里招聘的,对支持人员的面试也是非常好的办法,因为通过面谈(面谈者一般为被支持的人员)就可以发现是否合适。

投资银行的专业人员一般是通过猎头公司帮助找的。

面谈的问题是多方面的,有精心准备的问题,也有随机提出的问题。通常来讲,一个标准的投资银行的面试过程是这样的:

首先,面试人员要了解应聘人员的基本情况、了解应聘职位的基本要求,以便面谈时有的放矢。

其次,是正式面谈。面谈是通过一问一答的形式进行的,通常提问的问题包括三部分:①开场问题。如为什么希望加入这家公司?请简单介绍一下你个人的情况?开场问题的目的是对应聘人有一个初步的了解,同时缓解紧张气氛,为进一步深入面谈做铺垫。②情景

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

问题和行为问题。如在何种情况下你会表达你对一件事情的不同意见？请举一个例子。你曾经为完成一件事情而克服的最大困难是什么及如何克服的？当你发现你的一位同事在做项目时不诚实，你会怎么办？③细节问题。如你已经与朋友安排好了周末的活动，但在周五晚上 8 点，你同事的项目非常需要你的帮助，你会怎么办？你曾经主动承担过的最大风险是什么？当时的情景是什么？你是如何做的？结果怎么样？等等。

第三，对应聘人评价。面试结束后，要对应聘人员有一个综合评价，并将评价填写到面试评估表上。评估表的内容包括：①对应聘人的表现（包括整体印象、交流能力、判断力、创造性、灵活性、专业能力、领导能力、团队精神和承担风险的能力等）进行评价，并按 5 个级别即弱、中、强、很强和杰出进行打分。②做出是否聘用的建议并说明原因。一般来讲，被聘用的肯定是优秀的，至少大家认为是优秀的，但不被聘用的，不一定不优秀，有的可能是超过职位的能力需求（Over Qualify）。合适不合适是根据工作岗位的要求确定的。③将面试评估表返还人力资源部，并由其根据多个面试人的评价进行汇总，然后由聘人部门进行裁决。

国际投资银行的一般做法是不培养人，招来的人马上就能用。因为，其招人办法就要求这一点：业务部门每年底要做下一个年度的预算，预算包括需要进行的项目、业务收入、人员要求、成本等，公司根据预算情况，确定是否允许增加人员，公司如果认为完成预算确实需要增加人员，且部门能够赢利，就会批准增加人员。业务部门根据公司批准的招聘计划，就会做一个应聘人员的工作性质和要求的详尽描述，并将描述送人力资源部，由人力资源部开始物色（可能通过猎头公司）合适人选，当然业务部门也可以一起物色。当有合适人选了（一般不止一个人），就需要进行面试，人力资源部会将对应聘职位的工作描述发给有关面试人员，面试人员根据应聘岗位的要求，对应

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

聘者面试,并将面试反馈意见表交人力资源部,人力资源部汇总后,与招聘部门的负责人协商,并由业务部门的负责人确定是否招聘。在投资银行里,人力资源部在招聘人员方面不是一个决策部门,而是一个协作部门。

二十、投资银行与机构投资者

决定投资银行项目成功与否的裁判是投资者。在资本市场上机构投资者才是真正的上帝。成熟的市场需要成熟的投资者。同时,也只有投资者成熟了,证券市场才可能真正走向成熟。缺乏机构投资者是制约中国证券市场发展和规范的重要因素,在成熟的投资者队伍建立起来之前,中国的证券市场(当然包括企业债券市场)的规范、发展和成熟是不可想象的。这是因为,与分散的个体投资者为主相比,机构投资者在证券市场的发展、规范和完善中具有以下作用:

(1)机构投资者具有专业知识,能够对投资工具的好坏做出自己的判断,不容易出现跟风行为,这对于市场的平稳发展是必不可少的。在美国,一些大的基金管理公司,不仅有专门的市场操作人员、市场研究人员,而且有自己的信用评定部门,这些机构投资者对自己投资的金融产品都要进行自己的评级,只有当自己的评级部门认为一个企业的债券具备投资级别时,这些基金经理才可以投资这些证券,这是中小投资者不可能做到的。因此,一般来讲,机构投资者的投资行为是投资者自己理智选择的结果,投资者有对自己投资行为负责的能力,国外称之为“合格的投资者”或“具有投资判断能力的投资者”。

在我国,目前的机构投资者虽然无法与成熟市场的机构投资者相比,但一般的机构投资者都有自己的研究部门,可以根据投资的需要,亲自到证券发行者企业做一番调查,这也是目前国内分散的个体投资者无法做到的。因此,机构投资者的投资是理智选择的结果,这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有利于市场的平稳发展。

(2)机构投资者可以根据自己的风险嗜好进行资产组合,抗御市场风险的能力较强。一般来讲,由于机构投资者的资金量较大,因此,在投资之前,都有一个投资策略和资产分布原则,当然,不同的机构投资者有不同的投资策略。机构投资者是不会把所有的鸡蛋放在一个篮子里,但也不会使每一个篮子里的鸡蛋一样多,关键在于机构投资者对市场的判断、对风险的嗜好和承受能力。如机构投资者根据自己的风险嗜好,也可以把更多的资金投资到债券市场上,进行如下投资组合:50%的资金投资到国债,20%投资到A以上级别的企业债券,20%投资到股票市场上,10%保留现金等。总之,机构投资者可以根据投资原则和基金性质,随意进行投资组合,以便使投资在满足风险要求的情况下获得最大的收益。而对于分散的个体投资者来讲,由于资金量较小,而且市场信息缺乏,很难进行合理的投资组合。

(3)机构投资者有一套内部和外部制约机制,投资行为比较规范。由于机构投资者管理的资金量较大,而且,资金的所有者不是投资者本身,如投资基金公司,为了保证资金所有者的资产安全,机构投资者一般都有明确的投资策略,并通过机构设置和内部管理制度来保证投资目标的实现。因此,一般来讲,机构投资者的投资行为是一种自觉的行为,机构投资者具备对自己投资行为负责的能力。

(4)机构投资者的发展和壮大,有利于二级市场的繁荣。目前,由于机构投资者缺乏,二级市场基本上是以零星的小额交易为主,无法进行大金额交易。结果,造成大的机构投资者无法在二级市场上进行有效的运作。这在客观上就迫使这些机构投资者离开这个市场。因为,交易需要对手,而且只有当市场上出现了实力相当的对手,交易人员才有兴趣,交易市场才有活力。因此,要使二级市场活跃和发达,就必须大力培养机构投资者,使机构投资者成为证券市场的交易主体。

总之,要使我国证券市场走向规范和成熟,就必须大力发展机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者队伍，确切地说，就是要大力发展各种各样的投资基金，如国债基金、股票基金、企业债券基金、混合型基金等，以满足各个阶层、各种风险嗜好的投资者需要。同时，机构投资者队伍建立起来以后，由于在市场上进行操作的是以专业人士为主，因此，证券市场的发展就会更加平稳和规范。

投资银行产品是否成功，一个重要的标准就是机构投资者是否认可和接受。

二十一、投资银行业务管理的主要方式

投资银行的人聪明过人，而且整天在外奔波，如何对他们进行有效管理呢？最有效的办法就是预算，即每一个人都明确当年的任务是什么，一切都要围绕这个指标转。这样，不管人在何处，预算就像孙悟空头上的紧箍咒，只要唐僧嘴一动，孙猴王就立即有反应，这就叫机制。

在投资银行内，人们日常谈论最多的两个字就是预算。年底要做下一个年度的预算，招人要谈预算。

美资投资银行在管理其收益方面，有一套独特的方法。投资银行每年有收入预算、成本预算、利润预算、资本回报率等指标，投资银行的全部运作都要集中在这几个方面，投资银行要想尽一切办法增加其收入，最大限度增加股东回报。如摩根士丹利的资本回报率要求达到15%以上。股东得到了满意的回报率，投资银行的高级管理层的位置才能做稳，投资银行员工才能得到满意的奖金。但资本市场情况变化多端，如1997年亚洲金融危机以后，国际金融市场上的投资者谈亚洲色变，更不要说购买亚洲发行体的证券了，因此，整个亚洲国家几乎没有证券上市，中国几家公司如黑龙江的北大荒和山东华能电力均想在国际市场上融资，而且投资银行和发行体对投资者的路演推介也进行了，但由于投资者反应冷淡，没有投资兴趣，最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，还是不得不推迟发行。在这种市场极端不好的情况下，投资银行从业人员即使很努力，也不可能为投资银行带来收入。

在残酷的市场形势面前，在增加收入无望的情况下，投资银行如何才能完成董事会确定的预算呢？最有效的办法就是降低成本。投资银行的成本分为可变成本和不变成本两种。不变成本包括房租、计算机等投资，由于其为投资银行运转的基本条件，无法及时变现；可变成本包括员工的工资、福利、差旅费、奖金等，这些成本是随时可以进行调节的，如原来乘坐的公务舱降为经济舱等。相对来讲，投资银行成本中的可变成本要大于不变成本，因此，降低可变成本就成了投资银行常用的手段。对投资银行业来讲，最大的可变成本就是人力成本，人是投资银行最重要的资产，也是最大的成本。为了在市场不好的情况下仍能保持原有的赢利水平，就需要大幅度降低人力成本，其方法包括：一是降低员工的各种福利、基本工资和奖金，等市场形势好转时再补偿；二是裁减人员，主要是裁减工资最高、一时又无法发挥其创造财富能力的高级人员即所谓的赚钱高手，由于其成本巨大，裁减几个人就会使投资银行的成本大幅度降低。

例如，某年投资银行的赢利目标为 1 亿美金，其资本金的回报率为 15%。实现这个目标的途径有两个，一是大幅度增加投资银行的收入，二是降低成本。即将收入预算定为 4 亿美元，成本预算定为 3 亿美元。如果一切按预算进行，投资银行赢利目标和资本回报率目标就能够实现。但如果市场情况不好，预算收入无法完成预算，如只能实现 3 个亿的收入。在这种情况下，如果投资银行的成本预算仍然保持在 3 亿美元，当年投资银行肯定完不成预算目标。在收入无法增加的情况下，完成预算目标最有效的办法就是降低成本，如果能将成本压缩至 2 亿美元，同样可以实现当年的投资银行预算目标。

为了完成投资银行确定的预算和资本回报率，要么增加收入，要么降低成本，是美资投资银行在国际金融市场上长盛不衰的重要法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宝。由于美资投资银行对这个法宝用的好，使其能够始终以较低的成本参与竞争，并使他们能够长久的保持活力。

二十二、投资银行发展客户的基本途径

项目是投资银行的原料，是投资银行业务链条的第一环。项目是投资银行的生存基础，投资银行要想在激烈的市场竞争中立于不败之地，就要有源源不断的项目来源，只有这样，才能做到东方不亮西方亮。同时，只有项目来源多，投资银行才能做到优中选优，才能对一些项目说：不。

那么投资银行怎么才能使项目的管道畅通？怎么才能保持项目源源不断地流到投资银行呢？

自己发现。投资银行的项目人员要有一双慧眼，能够看到其他人看不到的宝贵资源。因为，投资银行争夺项目资源的竞争是残酷的，所有投资银行都认为好的项目，结果肯定是所有的投资银行都去抢，鹿死谁手是不可预测的。因此，投资银行要培养一批自己的忠实客户，要善于发掘其他投资银行没有看到或看到了而没有重视的项目。

争夺。主张自己发现宝玉并不是不参与竞争，发现好的项目还是要积极进行竞争的。一些投资银行界公认的好项目还是要积极争取的，不竞争肯定没有希望，参与竞争了可能就得到了。因为，一是大家都争取的项目，一般来讲对投资者均具有吸引力，投资银行进行承销的成功率肯定高，承销风险就会小。二是在一定时间里，市场上的蛋糕是一定的，一个投资银行的市场份额增加，就等于另一个投资银行份额的降低，因此，一个投资银行要保持市场上的领导地位，就必须积极争取每一个项目。

但无论是自己发现和培养项目，还是与其他投资银行争夺项目，最关键的是要做到：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先,投资银行要与发行体的董事长、总经理直接对话。与发行体董事长直接对话是得到项目的关键。因为,凡是涉及到公司的重组、上市或大规模举债等事项,都是关系到发行体生存和发展的大事情,一般的管理人员是做不了决定的,因此,与一般工作人员进行联系是帮助不大的。投资银行要想得到发行体的委托,必须得到公司最高层的认可,必须取得最高层的信任,因此,必须直接与董事长通话,要说服董事长,使董事长有这样一个结论:选择你作为他们的被委托人,才是唯一正确的选择。只有这样,才可以得到发行体的委托。

其次,要提供优质的服务。与董事长通话以后,就要向他们提供能够证明自己实力的投资银行服务,包括融资结构的设计,市场的选择、发行体长远的发展战略和竞争优势的培养等。投资银行要不断向发行体提供其感兴趣或对其有帮助的信息和服务,包括同行业的发展状况、面临的问题、市场发展趋势等,以使发行体相信你是有实力为其提供投资银行方面的服务。

第三,发挥投资银行的整体优势。争取项目不能靠做项目的一个人或几个人,而是要靠投资银行的整体实力。现代金融市场错综复杂,现代发行体的需要多种多样,仅仅靠一两个项目人员是很难给发行体提供令人满意的服务的。因此,必须发挥整体优势,使投资银行的全部资源都调动起来,随时为发行体提供一切令人满意的服务。

第四,服务好已有的客户。客户是投资银行最好的广告,客户的宣传是投资银行项目来源的重要渠道之一。因此,成功的投资银行对已有的客户始终提供一样的服务,使客户感到委托之前和委托之后一个样,项目完成之前和完成之后一个样,这样才能在市场上树立良好信誉,原来的发行体才会介绍新的客户到投资银行。一些投资银行做完项目就不管原来客户的做法是非常愚蠢的,也是投资银行的大忌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二十三、投资银行的绩效评估

评估是投资银行发放奖金和提升的重要依据。进入当年的 11 月份以后，年终评估就开始了。

程序是：

(1)每一个专业人员都要选定评估人，包括评估督导、上级、同级、下级，然后将名单交给直接上司审定。

(2)自我评价。

(3)评价反馈至人力资源部，进行汇总，保证信息公正，一般请与公司没有直接利害关系的独立公司完成。

(4)评估督导(是由公司指派的，一般为被评估人的直接上司)根据反馈信息与被评估人面谈，确定被评估人的评级级别，并提出下一个年度的发展方向。被评估人可以同意或不同意评估督导的评级，并签署同意或不同意的书面意见。

评估分为 360 度和 90 度两种。所有专业人员都要进行 360 度的评估，即上级、同事、下级和自评。秘书一般是 90 度即直接由上司评估。

评估的主要内容包括职业技能和商业情况两部分。职业技能包括：产品知识、分析能力和解决问题的能力、口头交流能力、书面交往能力、工作质量、主动性和献身精神、判断力和决策能力、想象力和创造力、灵活性和多技能、职业精神等。商业情况包括：建立客户关系的水平和影响客户的能力、销售水平、商业才能和收入贡献。当然，不同级别的职员，对上述两个方面的能力要求是不一样的，级别越高，要求的标准也就越高。

绩效评估成功与否的关键在于是否能够做到公正和客观。那么如何才能保证投资银行业的绩效评估公正和客观呢？一般来讲，它主要是通过一系列的程序来完成的，其程序包括：第一，全面性。为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了保证评估人员的信息全面真实，评估督导一般要求每一个方面的评估人员至少有两个以上与自己业务关系密切的人员为评估人。第二，保密性。为了做到保密，下级对上级的评估是不要求填写姓名的，而且，对评估结果的汇总要找与公司没有任何业务关系的独立公司完成。这样，下级就可以大胆而客观地反映上司的情况，而不必担心打击报复。第三，评估反馈、评估督导要将有关人员的评估情况进行汇总，并根据所有评估人的评估结果填写本年度的评估报告，这个报告包括被评估人过去一年取得的成绩、存在的问题和来年需要改进的地方等内容。评估督导要安排专门时间与被评估人进行面对面的交流，如果被评估人对评估结果有不同看法，双方还可以交换意见，甚至可以邀请人力资源部的人员参与面谈。被评估人员如果对评估督导的评估总结没有异议，需要在评估表上签字确认。

绩效评估的目的有两个：一是帮助同事在来年更好地工作，通过不同人的评估，被评估人可以更好地了解自己的优缺点及以后工作的努力方向，同时，通过与督导的双向交流，被评估人就会进一步明确公司的文化，明确公司鼓励做的和不允许做的，使自己的工作更加有效；二是投资银行的薪水和绩效是挂钩的，评估的结果将影响到被评估人当年的收入。为了保证公司分配制度的公平合理，真正做到按贡献分配，最好的办法就是按各方（评估人、被评估人和评估督导）满意的评估结果进行分配，这样，虽然分配的最终结果可能是很不同的，但分配的原则是透明和公平的，那么，员工会从这个分配结果中得到一个积极的信息，即我要想获得更多的报酬，就必须为公司做出更大的贡献。

二十四、投资银行的尽职调查

尽职调查是由资本市场部和信用风险部门独立完成的，目的是保证公司能够获得独立的、公正的信息。尽职调查一般是直接给发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行体的董事会秘书打电话,直接就关心的问题进行调查。

尽职调查一般在公开刊登招募公告前进行,就招募公告内容和投资银行关心的问题提问。

资本市场部关心的是投资者关心的主要问题,保证发行体的公告符合有关监管规定,防止公司内部人员与发行体做不符合规定的信息披露,目的是保护投资银行和投资者的利益。

信用风险部是对发行体的信用进行了解,包括财务状况、公司管理结构、赢利情况、市场竞争力等,以便在发行出现必须包销时,投资银行清楚承担的最大风险是什么。

不同的部门独立向有关负责人提供对市场、发行体、投资者的情况,保证投资银行的管理人员能够得到全面而公正的信息,而这是投资银行进行正确决策的关键。

在一个投资银行项目中,这样几个程序需要公司的管理层做决策:①项目的立项。当客户表示愿意委托投资银行做项目时,投资银行的管理层又称承诺委员会要进行立项表决,只有通过立项的项目,投资银行才会分配人员和其他资源。②报价承诺。在项目的前期工作完成以后,投资银行要对发行体进行一个承销承诺,也就是在签承销协议之前,投资银行内部要通过协议条款。

二十五、投资银行合规经营的主要措施

投资银行从事的是中介信用业务,因此,信用是投资银行的立家之本,投资银行对其信誉是非常重视的,无论从事何种业务,投资银行都要求符合法律规定。

在业务方面,投资银行是金融市场上的创新者。它所从事的业务,很多还没有法规,有的法规规定不清楚。法律严格禁止的业务,投资银行坚决不做。法律允许的,要大胆去做。灰色地带,要与监管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部门进行沟通，只要不违反法律，就可以做。

在人员方面，投资银行要求每一个员工都要签署员工守则，以保证员工的行为不给投资银行带来不利影响。

为了做到这一点，投资银行非常重视其律师的意见，投资银行的所有对外文件，包括给监管部门的报告、给客户的协议、研究人员的报告等，都要经过法律部门的审核，保证其所有文件均符合现有法律的规定。

二十六、投资银行的保密措施

在项目成功之前，不要谈成功，在失败之前，不要言失败，关键在最后一分钟。成熟的投资银行家永远不对投资银行业务的成败进行任何预测，一切都可能发生突变，直到最后一分钟，还有不确定性。具体表现在：

(1)发行体的最后的委托确认。一个发行项目，投资银行的人员认为已经得到发行体的委托，可以说是万事俱备，就等第二天签字了，可最后在协议书上签字的却可能不是这家认为自己已经得到委托的投资银行，而是自己的竞争对手，因为，在最后一分钟，发行体会迫于各方面的压力，改变初衷，选择了竞争对手。

投资银行界竞争激烈，一家已经抓住的项目进展多时，另一家不甘失败、虎视眈眈的情形早已司空见惯。据1999年11月号《财经》杂志报道，国际著名的新浪网原定的投资银行是美国的高盛公司，高盛认为新浪的上市肯定是囊中之物，因为它已经为新浪的上市做了很多工作，后因新浪网公司高层人变动，高盛为了保住自己的金牌信誉，主动向新浪提出推迟上市的建议，因为稳定管理层素来是华尔街的信条。结果是高盛没有想到，新浪网新的管理人员竟然决定另请高明，炒掉了高盛公司，聘用了摩根士丹利作为自己上市的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

银行。

(2)监管机构的最后许可。监管机构包括证券监督管理委员会和交易所为了保护投资者的利益,要对发行体的发行方案等进行严格的审查,往往投资银行认为手续齐备了,但仍有可能被监管部门退回,或因不具备发行条件而停止发行,或重新准备材料报监管部门审核。

(3)账册的最后一个订单。山东华能在国际金融市场上募股失败,就是在账册关闭时,仅收到一个订单。

(4)价格的最后确定。发行价格是项目成功的关键,很多项目发行失败就是因为发行体和主承销商确定的价格不合适,确定价格一般有两次,一次是路演前的价格区间,一次是路演后的最终定价。两次定价的任何一次失败就可能导致发行的失败。中国海洋石油公司1999年在国际资本市场上募股失败的重要原因之一就是确定的发行价格区间过高,对国际上的机构投资者缺乏吸引力,当路演过程中发现这个问题并降低发行价格区间时,投资者已经对发行体失去了兴趣。因为,买热不买冷是投资者的一般心理,当发行体和投资银行在路演过程中被迫降低发行价格时,已经证明投资者对发行体信誉缺乏信心,因此,即使原来对发行体感兴趣的投资者也会采取等待和观望的态度。同时,发行价格的最后确定同样重要,如果定价过低,发行体不同意;价格过高,如果对投资者没有足够的吸引力,有可能引起投资者的普遍不满而退货。

(5)投资者最后一笔款到账。证券定完价和分配给投资者并不等于发行的最后成功。因为,发行成功的关键是及时收到募集的资金。有一些投资者可能属于投机分子,其认购证券的目的是为了短期投机获利,所以,当市场好,所认购的证券有利可图时,就会付款购买证券;反之,当市场出现异常情况,所认购的证券有可能发生亏损时,一些投资者就有可能毁约,不再付款去购买已认购的证券。在市场出现大幅度下跌时,投资银行经常会遇到这样的投资者。因此,直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到投资者的全部认购资金汇至主承销商账号之前，还不能说投资银行的承销已经成功。

二十七、投资银行业务的风险管理

东南亚金融危机发生以来，风险管理的重要性已被越来越多的人士所认识。每一个金融机构都在谈论风险和风险管理，都认识到了“金融之水”可以载舟，也可以覆舟。但如何真正把风险管理落到实处又不是一件容易做的事。以美国为例，美国是世界上金融业最发达的国家，美国的金融机构向来以风险管理严格而闻名于世，但1998年发生在俄罗斯的国债风暴中，几乎所有的世界知名金融机构均没有逃脱厄运，美国长期资本管理公司还险些丧生，美国著名的投资银行美林证券的全球风险管理委员会主席不得不在俄罗斯的巨额亏损案件中而引咎辞职。由此可见，即使对向来以内部运作规范、风险管理技术高超自居的美国金融机构来讲，真正把风险管理工作做好也不是一件容易的事。

（该文是作者1998年在中国人民大学金融与证券研究所举办的“证券投资理论方法”高级研修班上的讲课内容。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分　债券市场

【要点】

债券市场是资本市场的重要组成部分，国际金融市场的经验证明，没有一个发达的债券市场，就不可能有一个发达的资本市场。据金融专家分析，1997年东南亚金融危机的一个重要原因就是这些国家没有一个健全的债券市场。没有一个健全和发达的国债市场，就无法形成一个有效的收益率曲线，也就无法为资产或负债的定价提供一个可信的基准；没有一个健全和发达的企业债券市场，企业就无法获得稳定的、长期的资金来源，而只能依靠短期资金；没有一个发达的资产证券化债券市场，商业银行就无法把大量的信贷资产证券化，就无法将商业银行的信贷风险分散到具有风险承担能力的机构投资者之中，这样就无法化解金融市场的系统性风险。

到2007年10月底为止，我国国内股票的市值已经达到了25万多亿元人民币，我国债券市场的托管量也已经超过了11.5万亿人民币，这表明我国的债券市场已经取得了非常大的成绩。但从托管债券的结构来看，债券市场发展极不平衡，企业债券（包括短期融资券）的余额仅为6700多亿元，企业债券的存量不仅在整个资本市场中的比例很低，即使在全部债券市场中的比例也非常低。这种不平衡的资本市场结构，对我国金融市场甚至国民经济的健康发展是非常不利的。

大力发展债券市场，不仅是我国资本市场健康发展的需要，而且是有效化解我国系统性金融风险的需要。值得高兴的是，发展债券市场的重要性已经被各方市场参与者所认识，特别是随着企业债券审批制度的取消，企业债券市场的春天很快就会到来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我国企业债券发展的难点与对策

一、我国企业债券发展的历史回顾

1. 萌芽阶段:1986 年以前

从 1984 年开始,社会上出现一些企业自发向社会或内部发行不同形式的有价证券进行集资的活动,到 1986 年底,发行了类似企业债券的有价证券约 100 亿元。当时对企业债券的发行没有统一管理,企业债券业务还处于自发的萌芽状态。

2. 初步发展阶段:1987 至 1992 年

1987 年 3 月,国务院开始对企业债券进行统一管理,颁布实施了“企业债券管理暂行条例”,主要内容是:①限定只有全民所有制企业才可以发债;②可以以本企业产品等价偿还本债;③企业债券由国家计委与中国人民银行共同管理;④企业债券的总面额不得大于其自有资产净值;⑤企业债券用于固定资产投资的,项目必须经过有关部门批准,并纳入规模;⑥利率不得高于同期银行存款的 40%。同时,为进一步解决当时社会乱集资问题,加强企业债券市场的宏观管理,同年 3 月 28 日,国务院发布了“国务院关于加强股票债券管理的通知”,再次强调:①重申全民所有制企业可以发债,机关团体、事业单位、集体所有制以及个人不得发债;②发行债券必须在国家批准的发行计划规模内,不得突破;③严禁用发行企业债券资金搞计划外投资。并开始编制了初步的企业债券发行计划,当年安排 75 亿元发行规模,其中地方项目 30 亿元,重点建设项目 45 亿元。从执行情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看，地方债券发行计划全部完成，而重点建设项目仅完成 75%。

1988 年，为治理通货膨胀，国家开始治理整顿。为控制固定资产投资规模，没有安排企业债券发行计划。下半年，为了解决企业流动资金困难问题，开始批准发行短期融资券，计划发行 50 亿元，实际发行 30 亿元。9 月份，配合国家政府机关改革，国家计委在财金司成立债券处，主要负责编制国内债券发行计划，包括企业债券发行计划和股票发行计划，参与证券市场规范化管理，以及有关政策的制定。

1989 年下半年，国务院批准了 12 亿元的地方企业债券发行规模和 30 亿元企业内部证券规模。

1990 年，为进一步加强企业债券的计划管理，4 月份国家计委与中国人民银行联合制定的企业债券额度审报制度及管理办法规定：①企业发行债券必须通过地方计委、人民银行地方分行向国家计委和人民银行总行申报发行额度；②国家计委和人民银行编制年度证券发行计划，报国务院批准后下达各地执行；③企业债券只限于国家计划内、符合国家产业政策的续建项目，新开工项目不得发债；④规定用于单个固定资产投资项目的债券资金：技改项目发行总额不得超过总投资的 30%，基建项目不得超过 20%，并不得超过自筹资金和预算内资金投资之和。当年，经国务院批准，下达了企业债券发行计划 75 亿元，地方 55 亿元，短期债券 20 亿元。本年企业债券市场发展的一个重要特点是：第一次将企业债券发行纳入了国民经济和社会发展计划，并将其作为固定资产投资正式的来源渠道。

1991 年，经国务院批准，下达了企业债券发行计划 250 亿元，其中地方企业债券 140 亿元。1992 年，经国务院批准，下达企业债券发行计划 350 亿元，其中中央债券 170 亿元，包括国家投资债券 100 亿元，国家投资公司债券 30 亿元，中央企业债券 40 亿元，地方债券 180 亿元，包括地方企业债券 145 亿元，地方投资公司债券 15 亿元，住宅建设债券 10 亿元，内部债券 10 亿元。本年是我国企业债券市场发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展最辉煌的一年，主要表现在：①债券品种最多，共七个；②实际发行量是到目前为止最多的一年；③是市场最活跃的一年，债券发行比较顺利。

3. 整理和继续发展阶段：1993 年至今

1993 年，经国务院批准，年初下达企业债券发行计划 490 亿元，其中中央债券 240 亿元，包括国家投资债券 100 亿元，国家投资公司债券 70 亿元，中央企业债券 70 亿元，地方债券 250 亿元，包括地方企业债券 220 亿元，地方投资公司债券 15 亿元，住宅建设债券 15 亿元。

但是，自 1992 年以来，各种形式的社会集资愈演愈烈，严重冲击了企业债券市场，尤其是国债市场，发行不顺利。4 月份，国务院专门规定：国债发行完毕之前，其他债券一律不得发行，企业债券利率不得高于国债利率。另外，资金市场比较混乱，大量银行资金拆借出去，国家重点建设项目资金不能到位。7 月，国务院紧急决定，将 1993 年企业债券发行计划绝大部分转由新增银行贷款解决。当年只有广东个别几个地区发行了地方企业债券，实际发行 20 亿元。

同时，为加强社会集资的管理，规范企业集资行为，1993 年 3 月，国家修订颁布了“企业债券管理条例”。主要特点是：①规范了企业集资行为，企业进行有偿集资活动，必须采取企业债券方式进行；②扩大了发债对象，境内具有法人资格的企业都可以发债；③进一步加强了计划管理；④严格企业发债的规模要求和财务状况，提出三年业绩条件，强调了偿债要求；⑤提出了发行债券要信用评级；⑥企业债券资金不得用于房地产、股票买卖和期货交易；⑦购买企业债券所得利息必须纳税；⑧取消了以本企业产品等价偿债的做法。

1994 年，按照“企业债券管理条例”的规定，取消了大部分债券品种，仅安排的 45 亿元地方企业债券发行计划，由国家计委下达各地执行，当年全部发行完毕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1995 年“中共中央关于制定国民经济和社会发展‘九五’计划和 2010 年远景目标的建议”明确指出，要积极稳妥地发展债券融资，为企业债券进一步指明了政策方向。经国务院批准，国家计委编制下达了 130 亿元企业债券发行计划，其中基建部分 80 亿元，技改部分 50 亿元。

1996 年，经国务院批准，下达了 250 亿元企业债券发行计划，其中基建 150 亿元，技术改造 100 亿元。

1997 年，企业债券的发行计划为 300 亿元，主要用于支持国有大型企业的技术改造和基础设施建设。

1998 年的企业债券发行计划已经确定并开始实施，到目前为止，9 家中央级企业获准发行 80 亿元的企业债。

由此可见，我国企业债券市场的发展并不是一帆风顺的，而是经历了一个由自发到自觉的艰难过程。但无论如何，通过这十多年的探索，我国企业债券市场还是取得了很大发展，同时，也积累了不少关于企业债券市场发展的经验教训，为我国企业债券的进一步发展创造了条件。在看到取得成绩的同时，我们也应该看到我国企业债券发展中存在的问题。

二、我国企业债券发展的难点

经过十多年的努力，我国企业债券虽然取得了一定的发展，但与国债、股票市场相比，企业债券市场无论在发行规模还是在二级市场的成熟程度上都存在很大差距。企业债券在整个证券市场中的地位和作用还没有得到充分发挥。与其他金融产品相比，企业债券市场的发展真是举步维艰，主要表现在：

1. 对发展企业债券市场的重要性认识不够

企业债券市场的发展之所以落后于国债、股票等其他证券市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的发展，一个重要原因就是对企业债券市场的重要性认识不够。没有把企业债券市场看作是中国资本市场的重要组成部分。而是一直都把企业债券作为中央和地方企业项目资金缺口的补充措施，也就是说，国家有关部门在安排项目建设资金时，在国家投资、银行贷款和企业自筹仍无法解决项目投资缺口时，才会把企业发行债券作为一种解决资金来源的权宜之计。这样做的结果是：

(1)由于发行企业债券是项目资金缺口的一种补充，企业债券始终处于附属地位，也就是说，企业不是根据自己的资金需要和未来的现金流量而主动承担企业债券债务的，而是在没有未来的现金流量的情况下被迫采用企业债券这种方式举债的，企业的举债和偿债来源是脱节的，这对形成企业债券市场很不利。

(2)由于企业债券筹集的资金多用于新项目的建设，而债券的期限一般又比较短，二者缺乏时间上的配合，往往是企业债券到期时，建设项目还没有投产，因此，发行债券的企业根本无力偿还到期债券，损害了企业债券的信誉。

(3)企业债券的行政色彩浓于市场行为。由于企业能否发行债券，企业债券的期限、利率、金额等都是由政府规定的，而且是作为项目的资金来源批复给企业的，企业在进行债券融资时也是把债券作为政府对自己的优惠来看待的。因此，企业对政府的感激要多于对投资者的关心。由于企业的建设项目纳入了国家计划，债券发行也纳入了国家计划，因此，在债券到期后，如果企业无力兑付债券的本息，发债企业将不得不再次求助于政府，政府部门也只好再次进行周旋，要么增加国家政策性贷款，要么逼商业银行为该企业贷款兑付债券，反正企业是国家的。

这样做的结果是：举债人缺乏市场意识，缺乏对广大投资者的关心，企业偿债意识淡薄，造成企业债券的信誉下降；另一方面，由于企业债券的定价受到行政干预，债券本身缺乏市场竞争力和吸引力，投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者缺乏投资企业债券的积极性。

造成企业债券市场这种尴尬局面的原因很多，但一个最重要的原因就是企业债券市场的参与者对企业债券发展的重要性缺乏认识，没有认识到企业债券市场应成为中国资本市场的主体。

2. 筹资者自身缺乏信誉

企业债券发行主体自身缺乏信誉是目前制约企业债券市场发展的重要因素。由于长期以来，我国企业的建设资金来源很大程度上是依赖国家划拨。因此，举债企业对企业债券到期时的还本付息缺乏压力，依赖思想严重，到期债券不能按时偿还，投资者、代理商对企业债券望而却步。据粗略统计，到 1995 年底，全国企业债券(包括短期债券)不能及时偿还的约占发行余额的 11%。从以往发行企业债券的经验来看，企业普遍存在重筹资、轻还款的现象，结果使企业债券失信于投资者。

企业债券市场之所以会发生这样的情况，一个重要的原因就是企业债券的发行主体自身不具备在证券市场上举债的能力，表现在：

(1)在企业债券市场上举债的企业缺乏市场意识。这些企业在证券市场上直接融资之前，银行贷款是他们的唯一资金来源，在他们的印象里，反正企业是国家的，银行也是国家的，贷款到期可以拖欠甚至不还；那么，发行企业债券也是可以拖欠不还。由于这些企业缺乏信誉就是生命的意识，因此，企业对还款往往不重视，有的企业是没钱不能还，有的企业甚至是有钱也不还。

(2)企业自身不具备在债券市场上进行举债的能力，因此，借了资金就没有打算还。在发债的企业中，一些企业的负债率高达 85% 以上，企业资金的主要来源是银行贷款，根本没有抗御市场风险的能力，也没有靠自身赢利去偿还债务的能力，可以说，一开始就不应该让这些企业进入债券市场。

信用是金融市场的生命。一个市场一旦没有了信用，那么这个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的发展将是不可想像的。正是由于个别企业在企业债券市场上失信于广大投资者,才使企业债券市场举步维艰。

企业债券到期不还的另一个恶果是:商业银行、证券公司等中介代理机构对企业债券的承销缺乏热情,这在客观上就进一步限制了企业债券的发展。

3. 缺乏企业债券定价的人民币基准利率

基准利率(BENCHMARK)系指资金市场上公认的具有普遍参考价值的利率,也就是说,在金融市场上可以根据该利率的水平来制定其他相关金融产品的价格。

那么,什么样的利率才能成为基准利率呢?从国际金融市场的一般规律来看,有资格成为这一利率的只能是那些结构合理、信誉高、流通性好的金融产品的利率,而市场上最具备这一特点的利率就是国债的收益率。因为,国债的发行主体是国家,在本币市场上,所有的市场参与者之中,信誉最高的机构是国家,因此,从信用风险(Credit Risk)来看,国家的风险应为零风险,投资以国家主权为债务人的产品最安全。根据高风险高收益、低风险低收益的市场经济规则,投资国债的风险最低,国债的发行量大,流通性好,变现能力强。国债发行时间固定,产品期限结构合理,市场参与者随时可以得到从3个月期到10年期以上的国债收益率,正因为国债收益率具有这些特点,所以,金融市场的参与者一般都用此利率作为市场利率的一个基准。

以美国为例,在美国金融市场的整个利率体系中,国债的收益率是最低的,美国国债的收益率一般都比同期限的商业银行存款利率低1~2个百分点。美国商业银行的贷款利率制定的基础是同期国债的收益率,商业银行一般都是在同期国债收益率的基础上加一定的基本点来确定给客户的贷款利率,即贷款客户的信用等级高,在原有国债收益率上加的基本点就少,反之,加的基本点就多。境内外政

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

府和企业在美国本土甚至在欧洲发行美元债券的票息（Coupon）也均是采用在美国同期国债收益率上加基本点制定的。由此可见，美国国债的收益率就是金融市场的基准利率。

其他发达市场经济国家如日本、德国等也都是以国债收益率作为金融市场的基准利率。由于基准利率是形成其他金融产品的市场价格的基础，因此，要想实现利率的市场化和自由化，就必须有一个市场参与者普遍认可的基准利率。

在过去很长一段时间里，由于我国国债市场不发达，在整个金融市场上就没有一个基准利率。这在客观上就给企业债券的定价带来了困难，在这种情况下确定的企业债券利率很难对投资者产生吸引力。

4. 缺乏科学的企业债券定价体系

由于缺乏市场公认的基准利率，因此，在为企业债券定价时，只能采取行政方法来确定，如政府有关部门规定，企业债券的票息不能高于同期银行存款的 40%。实践证明，这种定价方法极不合理。因为，这种定价方法没有考虑信用的价值。根据这个规定，无论企业信誉好坏，偿还能力强弱，以及投资者承担风险的大小，只要发行债券的期限相同，债券商品的价格就一样，这在客观上就给企业债券的价格信号造成了混乱。

另外，由于缺乏科学的企业债券定价方法和基准利率，结果，我国发行的许多企业债券利率比同期国债收益率还要低，这在客观上就限制了投资者购买企业债券的积极性。如，1996 年东方汽车公司向社会公开发行 1 亿元记账式企业债券，筹资资金用于汽车技术改造。本期债券经中国诚信评估事务所评定信用级为 AA－。该债券的发行条件为：

债券期限：三年，1996 年 12 月 2 日至 1999 年 12 月 2 日；

起息日：1996 年 12 月 2 日；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年利率:10.5%(单利,即在债券到期时一次还本付息);

偿还方式:三年到期后通过深圳证券交易所一次性还本付息;

担保单位:中国南方证券有限公司

而1996年12月2日在上海证券交易所上市流通的1996年8月6日发行的3年期国债的到期收益率(单利)则为11.55%。我相信,只要有一点市场风险意识和收益分析能力的投资者,都会购买同期的国债产品。因为,无论如何,国家的信誉要比企业的信誉高得多,根据高风险高收益的原则,企业债券的收益率必然要高于国债。

采用行政方法对企业债券进行定价的结果,只能是鱼目混珠,好企业不愿意发债券,不够资格的企业争着发债券,投资者不敢买债券,最终使我国企业债券市场受到了伤害。

5. 中介机构信誉差,信用评级形同虚设

在我国,发行企业债券的企业对企业自身及其发行债券情况的信息披露极少,投资者对企业债券的风险性、流动性、安全性和收益性缺乏充分的了解。这样,中介机构(特别是信用等级评定机构)科学而客观的信用等级评定,就成为债券市场上融资者与投资者沟通的桥梁。目前我国虽然也出现了许多中介机构,如各种各样的会计事务所、信用评级机构,每次发行的企业债券也都有信用评级,但由于缺乏对中介机构进行有效监控的法规和规章制度,不少中介机构对企业债券的评价缺乏客观的标准,甚至许多中介机构给钱就盖章,缺乏职业道德。结果,许多被中介机构评为AAA级的企业债券,仍出现了到期不还的现象。投资者就不得不对中介机构的客观和公正表示疑虑,中介机构失去了投资者的信任,

由于中介机构失信于投资者,投资者对中介机构自身的信用就表示怀疑,如何让投资者相信他们的评级结果?如何让投资者相信评级机构的公正和客观?如何让投资者相信评级机构是为了保护投资者利益?因此,中介机构对企业债券的评级高低,对企业债券的发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行成本、发行成功与否影响极小。

另外，中介机构特别是信用评级机构本来应是完全独立的，不应与政府、金融机构、融资者和投资者有任何行政和利益往来，只有这样，中介机构才可能做到公正、公平和客观。而我国近年来成立的信用评定机构大部分是以银行为主体或以银行为依托组建起来的，并存在地区分割局面，与国际上对债券评级机构客观性、中立性和公正性的要求尚有较大的差距。

因此，缺乏令投资者放心的中介机构（特别是资信评级机构）就成为制约中国企业债券发展的最重要因素。

6. 二级市场缺乏，企业债券流动性差

我国企业债券市场的一级市场虽然发展缓慢，但毕竟在前进。而目前的企业债券的二级市场几乎处于停滞状态，表现在上市品种少，规模小。在上海、深圳两个证券交易所，1994 年上市的企业债券只有 12 只，上市规模 10 多亿元，年交易量不到 9 亿元。1995 年上市的企业债券降到了 8 只，上市规模不到 14 亿元，年交易量下降到 3 亿元，这与同期的企业债券发行量相比微不足道，因为 1994 年、1995 年企业债券发行量分别为 145 亿元、180 亿元。

企业债券二级市场发展缓慢的直接后果就是企业债券的变现能力差。由于在企业债券到期之前，持有者无法卖掉变现，因此，企业债券变成了银行定期存款。实际上，企业债券还不如定期存款，因为，定期存款还可以提前支取。因而，债券的优越性无法体现出来，影响债券投资者的信心。二级市场的滞后，必然会反过来影响一级市场的发行，从而制约了企业债券市场的总体发展。

7. 缺乏机构投资者，债券购买者分散

在我国，由于缺乏投资基金等机构投资者，企业债券的主要投资者为广大城乡居民，这在客观上也制约了我国债券市场的发展。机构投资者与分散的个体投资者在债券市场发展中的地位和作用是不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一样的，更进一步讲，通过债券市场上投资者的构成，可以判断出一个证券市场是否成熟。当一个市场的主要投资者都是分散的居民时，就说明这个市场还处于发展阶段，也可以说这个市场还是一个不成熟的市场。只有当机构投资者成为债券市场投资者的主体时，才能证明这个证券市场走向了成熟。因此，一个市场是以分散的个体投资者为主，还是以机构投资者为主，就成为一个市场成熟与否的试金石。因为：

(1)当一个市场仍以分散的个体居民为投资者主体时，表明这个市场是一个盲目的投机市场。因为，分散的投资者就像一袋马铃薯，形成不了一个市场合力，其结果只能导致市场的波动性和分散性。因为，分散的投资者缺乏或者说没有能力对自己投资的金融产品的风险进行深入细致的分析；个体投资者无法凭自己的专业知识对投资可能带来的后果做出判断，无法为规避自己的投资风险而进行多种投资组合和自觉的风险防范，无法或没有条件及时根据市场的变化，而对自己的投资策略进行科学的调整。因此，个体投资者在选择投资产品时，只能成为“风派人物”，只能是人云亦云，只能是跟风跑。我国金融市场发展的历史也证明了这一点，当市场上传言股票赚钱时，投资者排长队去开户、去炒股票；当市场上传言外汇期货赚钱时，一些人在还不知道期货为何物时，就贸然买卖起专业人士都很少涉足的外汇期货产品。在短短的几年时间里，中国投资股票的账户达到 2100 万户(到 1996 年 11 月中旬)。如果每一个股票账户的相关人员(直接与投资盈亏有关系的人员)有三人，那么，全国就有 6300 万人对股票市场有参与权，也就是说，这 6300 万人都有可能进行股票买卖交易。人们不禁要问，这 6300 万投资者队伍中，有多少对股票和股票市场风险有一个真正的了解呢？有这么多分散投资者(何况多数为投机者)参与，这个市场怎么可能稳定呢？怎么可能不大起大落呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样，由于个体投资者对购买的产品缺乏独立分析能力，因此，当一个产品出现一些问题时，例如当一家企业债券发生偿付困难时，就会对整个企业债券市场产生恐惧心理，不管以后发行债券的企业信誉如何，是否有偿还能力，均会敬而远之。这在客观上就限制了企业债券市场的发展。

（2）当一个市场仍以分散的个体居民为投资者主体时，表明这个市场的二级市场不可能发达和成熟。由于广大居民投资的金额一般都比较小，而且分散投资者的信息不灵，通讯手段落后，交易手续费较高。因此，分散投资者一般都把债券投资作为定期存款来对待的。在广大居民看来，企业债券与定期存款的唯一区别就是债券的票息要比同期的定期存款利率高，至于该债券是否能流通？中间能否变现？能否利用市场利率的波动赚取价差等，个体投资者关心很少。由于投资的主体购买债券的目的就是为了到期取得本息，因此，二级市场就不可能发达。

因此，缺乏机构投资者，就成了制约中国资本市场（特别是企业债券市场）发展的另一个重要因素。

8. 债券品种单一，发行缺乏连续性

企业债券品种单一、发行缺乏连续性是制约我国企业债券发展的另一个重要因素。自 1988 年我国发行企业债券以来，企业债券的发行品种基本上是重点建设债券、中央企业债券和地方企业债券几个品种，几年一贯制；在债券的定价方式上，基本上是一个模式即在同期存款利率上加 40%，利率固定，缺乏灵活和创新；在期限结构上，基本上都是 3～5 年，缺乏多样性。这种单一的债券品种、价格和期限结构，缺乏对广大投资者的吸引力。

另外，企业债券的发行时间不固定，发行市场缺乏透明度，投资者无法知道何时能买到企业债券。因此，投资者也就无法安排自己的投资计划。在实际生活中，往往会出现这样的情况，投资者刚刚办

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理了定期存款，又发现要发企业债券，造成投资者无所适从。这在客观上就形成了一级市场发行与投资者资金安排脱节的现象。

由此可见，企业债券发行品种单一，发行市场欠透明，已成为制约我国企业债券健康发展的重要因素。

9. 缺乏金融创新，无法形成市场热点

金融创新是金融市场发展的生命。如果一个市场长期没有新的热点出现，那么，这个市场只能是死气沉沉，缺乏活力。我国债券市场就缺乏金融产品的创新，金融产品多年一贯制，在市场上很少能看到新的产品出现。以企业债券的票息来讲，我国发行的企业债券基本上都是固定利率债券，这对于一个以个体投资者为主的市场来讲，投资的风险是很大的。因为，投资者不仅要承担企业的信用风险，而且还要承担很大的利率风险，如 1993 年以来，我国的通货膨胀率一直都比较高，最高时达 20% 以上。在这期间，银行的定期存款和国债都实行了保值贴补，而企业债券却没有这个优惠。由于没有保值贴补，在这几年到期的企业债券投资者要遭受很大的利息损失。这对投资者的打击是很大的。

同样，随着我国经济调控方式的转变，对经济的间接调控越来越成为主要手段的今天，单一的金融产品也给融资企业带来利息负担，如 1996 年我国连续两次大幅度调低银行存贷款利率，全国企业都从这两次降息中得到很大好处，但发行了企业债券的企业却无法在减息中得到任何实惠。因为，企业债券多为固定利率债券，企业的财务成本是固定的，不能随利率的变化而降低。

由此可见，缺乏金融创新不仅对投资者不利，对融资方同样不利。当然，最终是对中国企业债券市场的发展不利。

10. 缺乏全国统一的债券保管和清算机构

由于没有全国统一的的债券保管和清算机构，给人民币债券市场的发展带来了许多困难，表现在：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(1)没有全国统一的的债券保管和清算机构，导致人民币债券市场分割，不仅不同市场的债券价格不同，而且无法进行统一的债券交易，阻碍了人民币债券市场的发展。

(2)没有全国统一的的债券保管和清算机构，给人民币债券的安全保管和清算带来了困难。目前，企业债券要么是以实物券的形式保存于债券购买者手中，要么就是分别保存在上市的证券交易所的债券登记公司，这不仅不利于人民币债券统一市场的形成，也为中介机构挪用或占用投资者债券造成了便利，结果，投资者对持有的人民币债券缺乏安全感，严重影响了人民币债券二级市场的形成和发展。

总之，由于我国没有统一的债券登记和保管机构，我国的债券市场是分割的，在上海证券交易所上市的债券无法在深圳证券交易所进行交易，同样，在深圳证券交易所上市的债券也无法在上海证券交易所上市。这在客观上就制约了投资者的交易行为，阻碍了人民币债券二级市场的发展。

三、发展和完善我国企业债券市场的对策

我国人民币企业债券市场虽然存在这样或那样的问题，但企业债券的发展是我国市场经济改革的大势所趋。随着我国市场经济体制的确立，企业债券市场必将成为中国证券市场的重要组成部分。为此，我们需要大力创造条件，努力推动企业债券市场的全面发展。具体来讲，我们要在以下几个方面开展工作：

1. 进一步提高对企业债券发展重要性的认识

从一个完整的证券市场来看，这个市场应由国债、企业债、股票和基金四个部分组成，四者相互联系，相互制约，缺一不可，而且，企业债券在市场中的份额越来越多。据统计，1995 年在美国证券市场上发行的公司债金额为 4,360 亿美元，而同时期发行的股票发行额

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

仅为 1,065 亿美元。

因为,大力发展企业债券市场,不仅可以改变目前我国证券市场上国债、股票片面发展的不利局面,而且对丰富金融产品、推动企业实现两个转变、培养广大居民的投资意识都将发挥重要作用。具体表现在:

(1)大力拓展企业债券市场,有助于缓解国家在固定资产投资计划的资金来源中因财政、银行资金供应不足而带来的供求不平衡的矛盾,有助于企业实行两个根本性改变、促进投资体制的深化改革和丰富投资者的投资组合等。

(2)发展企业债券市场,有利于培养市场参与者的投资意识,有利于人民币证券市场的健康发展。目前,由于人民币金融市场欠发达,市场的产品结构欠合理,广大居民的投资渠道过窄。目前居民的投资途径虽然有储蓄、国债、股票可以选择,但由于 1996 年国债市场基本上被机构投资者所垄断,居民根本买不到国债,因此,实际上只有储蓄和股票两种金融产品可供选择,而 1996 年中央银行又两次大幅度降低银行存款利率,结果使风险很大的股票成了广大居民的首选产品,造成上海和深圳两个市场的股票指数在 1996 年翻一番还多,创造了世界之最。股票的狂涨,不仅刺激了居民的投机心理,加速了经济泡沫的增长,而且对中国资本市场的发展和企业的转制没有任何好处。企业债券市场的发展则可以改变这种现象,因为,企业债券是一种固定收益性产品,由于它的收益比较固定,因此,它能培养居民的投资意识。

(3)发展企业债券市场,有利于拓宽企业的融资渠道,改变企业的负债结构,有利于企业的长远发展。由于企业债券筹集的资金一般都用于生产性投资,因此,发展企业债券市场不仅不会造成泡沫经济,而且可以加快企业机制的转变。因为,企业发行债券以后,他所面对的已不再是国家的商业银行,在许多国有企业的印象里,反正企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业和银行都是国家的，贷款可以不还。但通过债券市场筹集的资金就不同了。企业面对的是无数的投资者，资金到期后必须偿还本息，否则，投资者是不会同意的。企业要想在市场经济的大潮中生存和发展，就必须苦练内功，生产出被市场接受的产品，以便用企业的赢利来偿还到期的债务。

(4)发展企业债券市场有利于减轻商业银行的压力，有利于实现国有银行的真正商业化。现在，由于债券市场不发达，企业资金来源的主要渠道是银行贷款，造成了企业和银行的严重相互依赖、相互制约。特别是由于企业还款意识淡薄，银行债务负担沉重，举步维艰，这对中国经济的健康发展造成了很大的障碍和潜在的威胁。因为，金融是中国经济的命脉，可以说，只要金融秩序不乱，中国经济就不会出大的问题，金融一旦出现问题，它对中国经济的伤害是无法想象的。因此，为了避免中国经济出现大的波动，我们也需要未雨绸缪，大力发展人民币债券市场。

2. 重塑企业债券形象，树立企业债券投资者的信心

我国对企业债券市场的控制是以“额度管理”为特色，这一方法虽然曾对企业债券的发展起到过积极作用，但随着能源、交通、原材料等基础产业部门通过企业债券进行融资的需求不断上升，随着社会主义市场经济体制的建立和完善，额度管理将越来越无法适应经济发展的要求，取消债券的额度管理应是大势所趋。

建立正常的企业债券市场机制，根据市场的供求关系，逐步发展企业债券的规模。企业应成为真正的企业债券发行主体，接受市场和投资者的合理约束和监督，在真正的市场风险和回报的环境中运作。挑选最优质的企业发行企业债券，使企业债成为投资者能够接受的投资产品。解决企业债券发行后的资金使用监督与管理机制问题，确保企业债券的到期偿还。

同时，还要建立企业债券市场准入机制，不具备发行条件的企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业，坚决不能进入企业债券市场。例如，我们可以规定：第一，对以前已经发行公司债或其他债务，曾有违约或延期支付本息的事实未了结的企业，不能单独进入企业债券市场，而必须发行有担保或以财产抵押的债券；最近三年税后的平均净利润（开业不足三年者，所有开业年度税后的平均净利润）没有达到拟发公司债应负担的年息总额一定比例（一般为 150%）者，也必须发行有担保或财产抵押债券。第二，对以前已经发行公司债或其他债务，有违约或延期支付本息的事实尚在继续中的企业，不能进入企业债券市场，无论其发行的债券是否有担保或以财产抵押；最近三年税后的平均净利润（开业不足三年者，所有开业年度税后的平均净利润）没有达到拟发公司债应负担的年息总额一定比例（一般为 100%）者，也不能发行企业债券；为其他发债企业提供了担保而又没有履行担保责任的企业，也不能进入债券市场。

通过这些措施，就可以过滤掉一大批不合格的企业进入债券市场，这对于树立投资者信心和规范举债企业的行为将起到很好的作用。

3. 建立科学的企业债券定价体系

高风险、高回报是市场经济的一个重要法则。根据这个法则，如果一个投资者想要获得高的投资回报，那么，这个投资者就要承担较高的风险；同样，一个融资者要想以较低的成本融进资金，它就必须有一个较高的信誉，否则，它就必须付出较高的融资成本和代价。因为，在市场经济中，信誉也是有价值的，不同信用等级的融资者虽然都可以在市场上融得资金，但为融入资金所支付的成本是不一样的，AAA 级企业和 CCC 级企业的筹资成本应该有较大的区别，因为投资者承担的风险不同。如果说 AAA 企业的融资成本为同期国债收益率（基准利率）上加 30 个基本点，那么，CCC 企业就应该在同期国债收益率上加200～300个基本点。这一法则对任何市场、任何企业都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是适合的。从"不同信用等级的美元债券收益率与同期美国国债收益率比较表"(见表 3－1)可以证明这一点。

只有这样,投资者才可以根据自己的风险嗜好及承担风险的能力来选择投资工具;同样,筹资者才可能根据自己的资金需要在市场上融入资金。

表 3－1　不同信用等级的美元债券收益率与同期美国国债收益率比较

1. 1996 年 11 月 15 日"BBB 级"债券与国债收益率比较 *

发行人收益率比较	票息(%)	到期日	发行金额(百万美元)	穆迪/普尔评级	与同期国债(基本点)
RJR Nabisco	8.625	12/1/02	875	Baa3/BBB－	＋198
Coastal Co.	9.75	8/1/03	300	Baa3/BB＋	＋66
United Airlines	10.67	5/1/04	370	Baa3/BB	＋110
Niagara Mohawk	8	6/1/04	300	Ba3/BB－	＋250
Viacom	7.75	6/1/05	1,000	Ba2/BB＋	＋171
Kmart	7.95	2/1/23	300	Ba3/B＋	＋425

2. 1996 年 11 月 15 日亚、欧国家发行的美元债与国债收益率比较 *

发行人收益率比较	票息(%)	到期日	发行金额(百万美元)	穆迪/普尔评级	与同期国债(基本点)
中国	7.75	7/5/06	300	A3/BBB	＋92
印度尼西亚	7.75	8/1/06	400	Baa3/BBB	＋116
南韩发展银行	7.25	5/15/06	750	A1/AA－	＋59
芬兰	5.875	2/27/06	1000	Aa2/AA－	＋27
意大利	6	9/27/03	2000	Aa3/AA	＋32

* 摘自 1996 年 11 月 15 日所罗门兄弟公司出版的"BOND MARKET ROUNDUP: STRATEGY"。

正因为不同信用级别的筹资者的成本不一样,这在客观上就迫使企业改变经营机制,提高企业信誉,通过自身的努力,提高信用级别,并在投资者群体中树立良好形象,为将来在市场上融入低成本的资金创造条件。市场是无情的,一个企业要想在市场经济的大潮中发展壮大,就不得不经受市场经济大潮的冲击和洗礼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了加快我国企业债券市场的发展，同时也为了使广大企业实现两个根本转变，就必须建立科学的企业债券定价制度，用市场经济的法则来管理和推动市场经济的发展。那么，怎样才能建立科学的企业债券市场定价体系呢？我认为，主要应从以下几个方面做工作：

(1)取消企业债券的行政定价方法，按市场经济法则要求，由市场来为企业债券定价。

(2)建立基准利率，使基准利率成为企业债券定价的基础。基准利率建立以后，所有的企业债券都应根据其信用等级的差别，分别在基准利率上加一定的基本点，使企业债券的风险和收益相适应。

(3)建立科学的信用等级评定制度，使信用级别与债券发行成本联系起来。在企业债券实行市场定价以后，企业债券的定价是否合适？是否真正反映了风险和收益的关系？关键在企业债券的评级是否客观和公正。因此，必须建立科学的信用评级机构，树立投资者对评级机构的信心。

4. 建立企业债券评级体制，树立中介机构信誉

债券评级是对债券偿还可靠性程度进行的测定。因此，一切具有偿还不确定性的债券都是债券评级的对象。需要指出的是债券评级与债券发行单位自身的信用评价是两码事，不可混为一谈。债券评级是对债券本身的评价，当然对债券进行评价是要以该企业的偿还能力为前提，但是最终评价的是债券本身。例如，同一个企业同时发行两种债券，一种有财产抵押或第三者担保，另一种没有财产抵押或第三者担保，则前者评定的级别要高于后者。

虽然，许多国家的证券法并不要求证券发行时必须取得债券评级，但是，由于没有经过评级的债券在市场上往往不被广大投资者接受，很难推销。相反，经过评级后，则可以打开销路，从这个意义上讲，债券评级是债券进入证券市场的通行证。因此，除了信誉很高的国家主权债券外，债券发行单位都自愿向债券评级机构申请评级。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券评级的目的是将债券发行单位的信誉和债券偿还的可靠性程度公诸于投资者，供投资者决策时参考，这样做既可以帮助债券发行单位打开债券销路，也可以保护投资者利益，使之免遭因信息不足或判断失误造成的损失。

债券评级是由专门的中介机构——评级公司进行的。例如美国的穆迪和标准普尔公司，日本的公社债研究所、日本投资者服务公司等。为了使评价工作公正，评级机构应保持其自身的中立性和独立性，尽量使自己的人员和资金不与有利害关系的各方（债券的发行单位、承销单位、委托公司和投资者等）及政府或金融机构发生任何关系。

债券级别一般根据债券风险的大小分为 10 个级别，最高级为 AAA，而最低级别是 D 级（见表 3－2）。

表 3－2　债券级别一览表

等价符号	符号含义	说　明
AAA	最高级	安全性高，本息具有最大保障，基本无风险
AA	高级	安全性高，有一定风险，但本息有保障
A	中高级	安全性良好，还本付息没问题，但保障性不如以上两种债券
BBB	中级	安全性中等，目前安全性、收益性没问题，但不景气时有可能影响本息安全
BB	中低级	中下品质，不能保证将来的安全性，具有一定的投机性
B	半投机性	不适合作投资对象，还本付息缺乏适当保障
CCC	投机性	安全性极低，债息虽能支付，但存在着无法还本付息的危险
CC	极端投机	安全性极差，可能已处于违约状态
C	充分投机	信誉不佳，无力支付本息
D	最低等级	品质最差，不履行债务，前途无望

我国企业债券市场要建立信誉，首先资信评级机构要树立信誉，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要建立一个像穆迪和标准普尔那样的被广大投资者信任的资信评级机构。而要建立这样一个中介机构，就必须建立一套严格的对中介机构进行监督和管理的法规，使信用评级机构对自己的评定结果负责，否则，除了被广大投资者唾弃外，还要负有法律责任。

同时，鉴于广大投资者对信用评级知识缺乏了解，对中介机构的评级结果缺乏信任，政府有关部门（如证监会）应借鉴国际上通行的信用评级办法，制定一个人民币债券市场信用评级国家标准，供广大投资者对中介机构的监督。例如，只有当企业的资产净值、速动比率、资本收益率等达到一定条件时，才具备成为 AAA 级债券，当然，能否成为 AAA 级债券，还要看其他条件。这样，既可以为信用评级部门建立一个全国统一的信用评定标准，减少或避免中介机构拿钱就签字盖章的不道德行为发生，又可以为普通居民投资者提供一个选择投资产品的参考。

通过这些工作，使我国逐步建立起一套市场普遍认可的信用评定制度，并在市场发展的基础上培养出我国的"穆迪和标准普尔公司"。只有中国的信用评级机构有信誉了，信用评级的结果被广大投资者接受了，中国的企业债券市场才可能得到真正的发展。

5. 建立企业债券的机构投资者队伍

成熟的市场需要成熟的投资者。同时，也只有投资者成熟了，中国的债券市场才可能真正走向成熟。缺乏机构投资者是制约中国证券市场发展和规范的重要因素，在成熟的投资者队伍建立起来之前，中国的证券市场（当然包括企业债券市场）的规范、发展和成熟是不可想象的。这是因为，与分散的个体投资者为主相比，机构投资者在证券市场的发展、规范和完善中具有以下作用：

（1）机构投资者具有专业知识，能够对投资工具的好坏做出自己的判断，不容易出现跟风行为，这对于市场的平稳发展是必不可少的。在美国，一些大的基金管理公司，不仅有专门的市场操作人员、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场研究人员，而且有自己的信用评定部门，这些机构投资者对自己投资的金融产品（特别是企业债券）都要进行自己的评级，只有当自己的评级部门认为一个企业的债券具备投资级别时，这些基金经理才可以投资这些债券，这是中小投资者不可能做到的。因此，一般来讲，机构投资者的投资行为是投资者自己理智选择的结果，投资者有对自己投资行为负责的能力，国外称之为“合格的投资者”或“具有投资判断能力的投资者”。

在我国，目前的机构投资者虽然无法与成熟市场的机构投资者相比，但一般的机构投资者都有自己的研究部门，可以根据投资的需要，亲自到证券发行企业做一番调查，这也是目前国内分散的个体投资者无法做到的。因此，机构投资者的投资是理智选择的结果，这有利于市场的平稳发展。

（2）机构投资者可以根据自己的风险嗜好进行资产组合，抗御市场风险的能力较强。一般来讲，由于机构投资者的资金量较大，因此，在投资之前，都有一个投资策略和资产分布原则，当然，不同的机构投资者有不同的投资策略。如从 1996 年 10 月 1 日英国联合信托基金的股票投资组合（见图 3 -1）中，就可以看出机构投资者是不会把所有的鸡蛋放在一个篮子里，但也不会使每一个篮子里的鸡蛋一样多，关键在于机构投资者对市场的判断、对风险的嗜好和承受能力。如机构投资者根据自己的风险嗜好，也可以把更多的资金投资到债券市场上，进行如下投资组合：50% 的资金投资到国债，20% 投资到 A 以上级别的企业债券，20% 投资到股票市场上，10% 保留现金等。总之，机构投资者可以根据投资原则和基金性质，随意进行投资组合，以便使投资在满足风险要求的情况下获得最大的收益。而对于分散的个体投资者来讲，由于资金量较小，而且市场信息缺乏，很难进行合理的投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

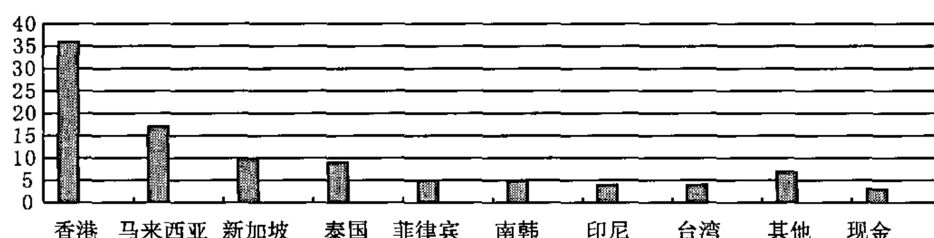


图 3－1 英国联合信托基金不同国别股票分布图(1996 年 10 月 1 日)

注:资料来自所罗门"ASIA PACIFIC EQUITY RESEARCH"1996 年 11 月 18 日。

(3)机构投资者有一套内部和外部制约机制,投资行为比较规范。由于机构投资者管理的资金量较大,而且,资金的所有者不是投资者本身,如投资基金公司。为了保证资金所有者的资产安全,机构投资者一般都有明确的投资策略,并通过机构设置和内部管理制度来保证投资目标的实现。因此,一般来讲,机构投资者的投资行为是一种自觉的行为,机构投资者具备对自己投资行为负责的能力。

(4)机构投资者的发展和壮大,有利于二级市场的繁荣。目前,由于机构投资者缺乏,二级市场基本上是以零星的小额交易为主,无法进行大金额交易。结果,造成大的机构投资者无法在二级市场上进行有效的运作。这在客观上就迫使这些机构投资者离开这个市场。因为,交易需要对手,而且只有当市场上出现了实力相当的对手,交易人员才有兴趣,交易市场才有活力。因此,要使二级市场活跃和发达,就必须大力培养机构投资者,使机构投资者成为证券市场的交易主体。

总之,要使我国证券市场走向规范和成熟,就必须大力发展机构投资者队伍,确切地说,就是要大力发展各种各样的投资基金,如国债基金、股票基金、企业债券基金、混合型基金等,以满足各个阶层、各种风险嗜好的投资者需要。同时,机构投资者队伍建立起来以后,由于在市场上进行操作的人以专业人士为主,因此,证券市场的发展就会更加平稳和规范。

6. 建立统一的债券登记、保管和清算中心

科学、安全、高效的人民币债券保管和清算系统是规范和完善企

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业债券市场所必须的基础设施,是推动人民币证券市场走向成熟的重要前提。

从各国发展的经验看,金融市场越来越依赖于以先进的电子计算机技术和现代通讯手段为技术支持的支付系统和证券结算系统。在欧洲,就有专门进行欧洲债券清算的债券登记、保管和清算机构,如世达公司(CEDEL)和欧洲清算公司(EUROCLEAR)。他们的存在,就使整个欧洲甚至全世界的债券市场形成了一个整体。因为,发债机构无论是在伦敦,还是在法兰克福等上市,都可以用这两个保管和清算系统进行债券登记、保管和清算,这在技术上就极大地推动了欧洲债券市场的发展。

中国要发展债券市场,就应建立全国统一的债券保管和清算中心,只有这样,才可能使中国的人民币债券市场上一个台阶。因此,我们要早日建立像 CEDEL 和 EUROCLEAR 那样的债券保管和清算机构。建立全国统一的债券登记、保管和清算机构,对我国人民币债券市场的发展具有如下好处:

(1)有利于形成全国统一的人民币债券市场。全国统一的债券登记、保管和清算中心形成以后,无论在哪一个交易所上市的债券,都在同一个债券登记、保管和清算公司进行登记、保管和清算,投资者只要在该债券登记、保管和清算公司开立一个债券账户,就可以参加国内任何一家交易所的债券买卖。这样,企业债券市场就实现了统一,全国性的人民币债券即可形成。

(2)有利于人民币债券的安全保管和清算安全。全国统一的债券登记、保管和清算中心形成以后,还可以使目前的交易、结算二位一体的状况得到改变。交易和结算分开以后,可以避免交易所与清算公司的利益冲突,更有利于债券市场的监管。同时,也更有利于投资者的债券和资金的安全。因为,债券的登记、保管和清算公司是独立的法人,是独立的中介机构,其唯一目的就是服务于投资者和证券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易所。因此，它不存在任何偏袒。根据安全需要，投资者可以要求清算公司在资金与债券的交付时设立许多保护措施，如要求清算公司付款交券(Payment Against Delivery)，即债券清算公司只有在看到买卖双方的资金与债券的交割手续都齐备时，才进行资金与债券的实际交收。这样，就可以避免投资者付款后收不到债券，或付出了债券收不到资金的情况发生。因此，建立全国统一的人民币债券登记、保管和清算公司，可以有效地减少(甚至避免)金融三角债的发生。

(3)有利于与国际金融市场接轨。从长远来看，全国统一的人民币债券登记、保管和清算公司的建立，还可以加速我国人民币债券市场与国际金融市场接轨，为人民币债券市场的国际化创造条件。

7. 大力发展企业债券的二级市场

二级市场是债券市场的生命线。如果一个市场只有一级市场，而没有发达的二级市场，那么，这个市场就不可能发展壮大。因此，我们要想发展我国的人民币债券市场，就必须大力发展二级市场，因为：

(1)有没有一个发达的二级市场是投资者决定是否进入这个市场的重要因素，特别是对机构投资者来讲，他们是不会进入一个没有二级市场的债券市场。因此，没有发达的二级市场，就不可能有一个健康的一级市场。

(2)二级市场的发达与否是检验一个市场成熟与否的重要标志。证券市场发展的历史证明，一级市场是金融产品的创造者，一级市场的活跃和发达可以使金融市场上的金融产品丰富多采；二级市场的发达可以使丰富多采的金融商品找到归宿。一级市场和二级市场的有机结合，才能形成一个真正的债券市场，二者缺一不可。只有二级市场发达了，只有投资者随时可以使自己的债券变现了，投资者才愿意进人这个市场。

因此，我们应大力发展人民币债券的二级市场，大力培养二级市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场的参与者，使人民币债券市场成为一个流动性好、变现能力强、市场走势平稳、市场监管严格、投资者放心的一级市场和二级市场共同繁荣的债券市场。

8. 大力发展国债市场，早日建立人民币债券市场的基准利率

缺乏基准利率是制约我国人民币企业债券定价的重要因素，也是我国利率市场化的重要障碍。因此，要使人民币债券的定价市场化，要建立一个合理和科学的企业债券定价体系，就必须建立我国的人民币基准利率。市场经济的发展经验证明，在众多的金融产品中，能担负起人民币基准利率重任的只能是国债产品。因此，我们要大力发展国债市场，早日建立我国的人民币基准利率。

国债是国家信用的一种形式，它是以中央政府为债务主体的债权债务关系，是公债的重要组成部分。自 1981 年我国恢复国债发行以来，国债市场得到了迅猛发展。主要表现在：一是发行方式不断改进，市场化程度越来越高，1991 年，实行了多年的单一的行政命令式推销（或者说行政色彩很浓的国债发行方式）得到了改变，第一次实行了国债发行承购包销试点，它标志着我国国债的发行步入了市场化的轨道；1992 年又实行了招标发行，80 家证券机构中标，共承销国债 36 亿元；1993 年，国债发行市场又引入了国债一级自营商制度；1994 年又引进了储蓄证券方式；1995 年采取了一级自营商制度和承购包销相结合的方式；1996 年又首次大规模推广招标拍卖定价、无纸化记账的发行方式。经过 16 年的演变，我国国债已从单一的一级市场发展成为既有一级发行市场又有二级流通市场的比较完整的国债市场体系。

随着国债市场的不断完善，国债的发行金额也在不断增加，从 1981 年到 1996 年 7 月为止，我国共发行国债 6049 亿元，尚未到期的国债余额为 3849 亿元，能够在二级市场上进行交易的国债金额为 2013 亿元。随着国债发行市场的发展，国债的二级市场也得到了很大的发展，特别是 1996 年以来，国债二级市场更是火爆异常，好戏连

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

台。国债已成为中国资本市场的重要组成部分。国债收益率已具备基准收益率的雏形。

另外，在1995年以前，中国国债的发行价格及票息与银行存、贷款利率一样都是人为制定的，而且发行对象主要是广大居民。由于居民分散，购买金额较小，因此，基本上只有一级市场，没有统一的二级市场。国债的市场上使用的价格各不相同，地区差别很大。因此，地区性的国债二级市场上形成的收益率根本不具有作为身兼重任的基准利率的能力。

1996年以来，国债的一级发行和二级交易市场均发生了很大的变化。从一级市场来看，国债的发行更接近于市场，采用了国际上通用的贴现发行、收益率投标等方式，使国债的一级市场更趋向于市场化。同时，参与国债承销的一级自营商更具有代表性，特别是商业银行的介入，使整个金融市场联成一体，由于商业银行的参与，使现有各种金融产品的价格得以比较和衡量。因为，银行在购买国债时，既要考虑存贷款利率，同业拆借利率、国债回购利率等市场利率，也要考虑资金头寸状况。水暖鸭先知，金融形势以及整个国家的经济形势的好坏，银行最清楚。银行的参与，使国债一级市场上形成的国债发行价格和票面利率更具有代表性。

从二级市场来看，由于商业银行和一级自营商、基金公司的进入，国债的二级市场的交易规模在不断扩大，国债二级市场上参与者对价格的敏感性进一步提高，如1996年10年期国债在二个半月之内价格上涨了27元，使该券的收益率由发行时（6月14日）的11.83%降至8.39%（8月22日）。

同时，随着今年国债品种的增加，国债的期限结构进一步合理化，为收益曲线的产生创造了条件。

由此可见，与其他现有的利率不同，如果说国债一级市场上发行价格还具有行政色彩的话，那么国债二级市场上形成的收益率可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说完全是市场自身作用的结果，特别是二级市场上形成的10年期国债收益率更具有客观和公正的特点，在一定程度上讲，该收益率已经具有了基准利率的性质和特点。

但由于我国债的规模还不够大，市场参与者还不够普遍，特别是大量的国债还沉淀在广大居民手中，国债二级市场的作用还没有得到真正发挥，因此，国债二级市场上的收益率只是具备了基准利率的雏形，还不能成为真正意义上的基准利率。

国债收益率要成为真正的人民币基准利率，还有待国债市场的进一步发展。如国债的发行有一个固定的时间表；国债的期限结构进一步合理，在国债二级市场上能随时可以得到从三个月期到10年期以上的国债收益率；国债的参与者进一步增加，特别是机构投资者的形成和参与；国债的交易量进一步扩大，国债交易量在金融市场上的份额进一步增加；国债的一级市场发行进一步市场化等。这一天的到来已为时不远。

人民币的基准利率确定了，人民币金融市场上有一个统一利率基准，就可以使中国资本市场有一个很大的发展。人民币基准利率产生以后，根据高风险高收益的投资原则，企业债的信用风险明显高于国债，因此，企业债券的票面利率就应在国债的收益率之上再增加2～3个百分点（当然，增加百分点的多少要取决于企业的信誉），这样，投资者就可以根据自己的风险嗜好来选择投资工具。人民币基准利率产生以后，在确定我国债券（包括地方政府债、金融债和企业债等）的票息时就有了依据，依此确定的债券价格才会合理，而合理的债券市场价格又是发展我国债券市场的重要条件。

（该文以“特稿”方式发表于深交所主办的《证券市场导报》1997年1月号，被多篇关于企业债券方面的论文所引用，并被收编到《中国人民大学复印资料》。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基准利率、国债收益率与中国资本市场发展

——从利率市场化的角度谈1996年国债市场建设

在西方发达国家中，利率与其他商品的价格一样，也是经常随着资金供求关系的变化而不断变化的，资金的价格是浮动的，我们习惯上称之为浮动利率或市场化利率。那么，在利率市场化的国家里，是不是各金融机构可以随便制定自己的利率标准呢？这些金融机构在确定自己资金价格时有没有一个可参照的利率标准呢？回答是肯定的。在利率市场化国家中，基准利率（BENCHMARK）是确定货币价格的主要依据。

一、我国现有人民币利率的缺陷

长期以来，我国实行的是计划经济，利率——国家最重要的金融产品价格都是由国家直接控制的，加上我国金融市场欠发达，在我国没有基准利率，也不需要基准利率。因为，一切金融产品的价格（包括存款、贷款、同业拆借、债券发行）都是由国家通过行政手段制定的。金融产品的价格绝对无弹性可言。这种利率体制对稳定我国金融秩序和发展国民经济起到过重要的作用。但随着我国从计划经济到市场经济的转变，这种利率机制越来越无法适应市场经济的发展要求，利率市场化和基准利率的建立已成为大势所趋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率需要市场化，人民币基准利率需要建立，这些要求好提，但如何才能把希望变成现实呢？从我国现有的人民币利率中能否找到一个基准利率呢？这就需要对我国现行的利率进行系统分析。目前，我国的人民币利率有如下几种：

1. 中国人民银行对金融机构的存、贷款利率

中央银行对金融机构的存贷款利率主要由存款（存款准备金、备付将存款）、再贷款（期限为20天以内至一年）和再贴现组成。这些利率都是由中央银行制定的，对该利率的执行是强制性的，该利率的调高或降低，反映的是货币当局对经济形势的预期。在市场经济中，该利率实际上代表的是一个银根松紧的信号。该利率不能成为基准利率。

2. 金融机构对居民和非金融机构的存贷款利率

金融机构对客户的存贷款利率都是由中央银行决定的，各金融机构无权对这些利率进行调整。由此可见，该利率的执行是强制性的，从金融机构的存贷款利率中，很难确切地了解市场上资金的供求情况。该利率也不能成为基准利率。

3. 全国银行间拆借市场利率（CHIBOR）

从1996年1月3日开始，由国内15家商业银行总行参与的全国人民币统一拆借市场正式产生。3月1日以后，该市场的参与者又扩大到35个城市的融资中心。至此，金融机构之间的人民币拆借业务就有一个统一的市场了。目前，该市场上有6个不同期限的金融产品，期限最短的为7天，最长的是4个月。由于该利率的高低，不是由货币当局行政规定的，而是由市场上资金的供需形势决定的，因此，CHIBOR已成为人民币资金形势松紧的一个重要指标。但由于该市场的参与者均为商业银行，而商业银行的资金运用受着有关限额的控制，他们参与该市场的目的是通过该市场来调剂资金头寸的余缺，从严格意义上讲，该利率还不能算作完全市场化的利率。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，该利率也没有资格成为基准利率。

4. 国债回购利率

1991 年开始的国债回购市场，虽然经历了许多挫折，但目前以上海证券交易所为中心的回购市场已成为我国人民币资金市场的重要组成部分。国债回购市场的业务种类和交易量都得到了很大的发展。到目前为止，国债回购的品种有 6 个，期限最短的为 3 天，期限最长的为 182 天。由于非银行金融机构不允许进入全国银行间拆借市场，所以，国债回购市场成了非银行金融机构获得人民币资金的重要场所。由于，国债回购市场的参与者均与股市联系密切，因此，回购市场受股市表现影响很大，回购利率常常因股市的升跌而发生巨幅的波动。因此，该利率也很难担负起基准利率的重任。

5. 国债收益率

所谓国债收益率是指投资于国债债券这一有价证券所得收益占投资总金额每一年的比率。按一年计算的比率是年收益率。债券收益率通常是用年收益率来表示。

债券投资的收益可分为：利息收入、价格的损益和对利息等再投资的收益。上述三种收益中只计算利息收入者，称为直接收益率；在利息收入中加上偿还时的价格损益而计算出的收益率为单利的最终收益率，亦称为持有期间收益率；再把利息等的再投资收益计算在内时，则是复利的收益率或称为实效收益率。在目前我国的国债市场上最常用的是最终收益率和复利的收益率。

在 1996 年 5 月份以前，单利的最终收益率是我国最普遍使用的债券收益率。所谓单利，系指债券的票面利率按年计算，但在债券到期时才将本息一次偿还给投资者，因此在计算投资收益时，均采用到期收益率方法，即：

$$\text{到期收益率} = \frac{\text{到期本息之和} - \text{买入价格}}{\text{买入价格} \times \text{持有年限}} \times 100\%$$

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但在 1996 年 6 月 14 日发行的 10 年期国债时，第一次使中国国债市场引入了复利的概念，本次国债期限 10 年，每年付息一次，这就产生了利息再投资的问题，而且由于利息的再投资利率是随市场变化而变化的，因此本期 10 年期国债的发行就使中国国债市场上出现了实效收益率的概念。所谓实效收益率是指把再投资收益率设定为实际上的利率之时的复利收益率，因此一年付一次利息的债券的收益率对利率的走势更为敏感。这也是 1996 年 10 年期国债好戏连台的重要原因。

从上述利率的分析中可以看出，目前中国金融市场上还没有能够承担基准利率的人民币利率，但从发展的角度看，只有国债二级市场上形成的收益率才有可能成为人民币市场的基准利率。

二、人民币基准利率形成的意义

人民币基准利率的产生具有重大意义，主要表现在以下几个方面：

1. 基准利率是人民币利率市场化的重要前提

在现有的利率形势下，人民币利率是不可能自由化的。因为，利率是市场经济的重要调节手段，如果在没有一个统一的基准利率的情况下，就允许利率自由浮动，不仅会给国民经济的发展带来混乱，而且广大投资者的利益也无法得到保障。特别是在投资主、客体缺乏自我约束和控制的情况下，利率的自由化将会给中国的经济带来一场灾难。

但是，如果人民币的基准利率确定了，情况就会大不一样。因为：首先，金融机构之间有一个统一利率基准，这样，他们在考虑筹资成本和估算资金收益时，就有了一个客观标准，一旦筹资的成本高于基准利率，他们就会减少筹资，或降低筹资成本，这在客观上可以避

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

免前几年发生的储蓄利率大战；其次，中央银行可以通过公开市场业务的操作来影响国债的收益率，从而实现对利率走势的干预，使市场利率符合中央政府的经济政策。

2. 基准利率是人民币资本市场发展和完善的前提

目前中国的资本市场还很不发达，主要表现在企业的主要资金来源是银行贷款，居民的主要金融资产是银行存款。造成这一现象的原因很多，但缺乏基准利率也是制约中国资本市场发展的一个重要因素。如国内企业也想通过发行企业债券的方式筹集资金，但这个市场始终没有发展起来，究其原因，主要是债券的定价不合理，即投资者承担的风险与获得的收益不一致。人民币基准利率产生以后，根据高风险高收益的投资原则，企业债的信用风险明显高于国债，因此，企业债券的票面利率就应在国债的收益率之上再增加2～3个百分点（当然，增加百分点的多少要取决于企业的信誉），这样，投资者就可以根据自己的风险嗜好来选择投资工具。人民币基准利率产生以后，在确定我国债券（包括地方政府债、金融债和企业债等）的票息时就有了依据，依此确定的债券价格才会合理，而合理的债券市场价格又是发展我国债券市场的重要条件。

3. 基准利率是开发人民币衍生产品的重要前提

随着人民币利率的逐步市场化及资本市场的发展，金融创新已成为我国金融市场进一步发展重要条件，但金融创新往往与基准利率相联系，如利率调期、货币调期、远期利率合约等金融产品都需要一个市场公认的利率，只有有了基准利率，市场才可以顺利运转。否则，交易双方很难进行交易和清算。

4. 基准利率是与国际金融市场接轨的重要前提

随着人民币自由兑换和人民币市场对外资开放的临近，中国金融市场与国际金融市场的接轨已成大势所趋。国外投资者在进行投资决策时，一般都要用基准利率来进行投资预测，因此。能够反映人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

民币整体利率水平的基准利率就成为我国金融市场与国际金融市场接轨的重要条件。

5. 基准利率是国债一级市场定价的重要参考指标

国债一级市场发行的成功与否，在很大程度上取决于定价是否合适。而定价合适与否，就要看国债一级市场的价位是否反映了市场利率的水准。因此，无论采取何种方式进行国债一级市场的发行，国债二级市场上的收益率就成了定价的基准利率。

[该文发表于1997年2月26日的《中国证券报》，获该报和财政部国债司征文三等奖，并被收编到《中国国债市场化进程研究》(上海社会科学出版社)一书。]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确处理债券市场发展中的几个关系

经过二十多年艰苦努力，中国债券市场得到了很大发展，到 1999 年 6 月份为止，整个债券市场（包括国债、金融债和企业债）的余额达 10000 多亿人民币，债券市场已经成为中国金融市场的重要组成部分。但是，在我们看到债券市场取得成绩的同时，也必须正视我国债券市场发展中存在的问题，如不及时对这些问题加以解决，我国债券市场就不可能得到健康发展。

一、债券市场与金融市场的关系

在过去的二十年里，我国债券市场虽然得到了很大发展，但对债券市场重要性的认识问题始终没有得到很好的解决。不少人士包括一些政府部门的政策制定人士均把债券市场仅仅看作是国家和企业的一个融资场所，而对债券市场在整个金融市场发展中的地位和作用缺乏客观、公正的认识，债券市场与金融市场的关系问题一直没有得到很好的解决。

实际上，除了融资功能以外，债券市场还具有多方面的功能，如国债市场的发展和完善，不仅可以为国家筹集急需的建设资金，国债还是中央银行进行公开市场操作的重要金融产品，国债收益率也是其他金融产品定价的基准；再以企业债券为例，发达的企业债券市场，不仅有利于拓宽企业的融资渠道，改变企业的负债结构，而且还利于减轻商业银行的贷款压力，有利于实现国有银行的真正商业化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，一个结构合理、流通性好的债券市场还可以对金融市场的健康发展起到稳定性的作用。以1997年发生在东南亚的金融危机为例，虽然客观原因很多，但一个很重要的因素就是这些国家缺乏一个成熟的债务市场，导致生产企业和金融机构的负债均为短期债务，一旦发生金融动荡，生产企业就会面临偿债压力和再融资的困难，商业银行和其他金融机构也会发生挤兑或再融资困难，结果，整个金融市场就会发生债务危机。相反，如果这些国家有一个发达的债券市场，生产企业和金融机构的资产和负债期限能够匹配，即使出现一些金融动荡，由于企业的债务是长期债券，债权人不可能立即要求偿还，整个金融市场就不会发生（或减轻）因多米诺骨牌效应而导致的金融灾难。

债券市场问题不是一个简单的融资问题，而是一个关系到金融市场甚至整个国民经济健康和持续发展的问题。我们在发展债券市场时，必须把它放在这样一个战略高度来考虑，否则，永远无法使我国的债券市场再上一个新台阶。

二、行政性管理与市场化改革的关系（企业债券）

额度管理和行政定价是典型的计划经济管理模式，这种管理模式虽然在我国绝大多数产业中已经消失，但在金融领域还大行其道，最典型的表现为：一是企业发行债券时，必须首先获得债券发行的额度，如果没有额度，再好的企业也无法从债券市场上获得资金；二是当企业获得债券额度后，其债券的发行价格必须按政府规定好的行政性定价方式进行确定。实践证明，这种行政性管理方法已经不能适应当前经济发展的需要。国家有关主管部门应根据我国经济体制改革的需要，适时取消企业债券的额度管理和行政性定价办法。

因为，从市场经济的角度来讲，一个企业要发展，就需要进行融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资，但至于是通过银行贷款还是发行企业债券，应该是企业自己决定的事情，企业可以根据不同的市场情况及自身对资金需要的期限长短、资金成本来决定融资方式，可选择银行贷款，也可以发行债券，前提是有投资者购买其发行的债券。目前的额度管理方法不仅限制了企业的融资渠道，制约了债券市场的发展，而且影响了我国金融体制改革的进程，增加了国家主管机构的信用风险。因此，无论从何种角度来讲，企业债券的额度管理办法都应该取消。

同时，在取消额度管理的同时，还要取消行政性定价方法，实行风险收益定价体系。高风险、高回报是市场经济的一个重要法则。根据这个法则，如果一个投资者想要获得高的投资回报，那么，这个投资者就要承担较高的风险；同样，一个融资者要想以较低的成本融进资金，它就必须有一个较高的信誉，否则，它就必须付出较高的融资成本和代价。在市场经济中，信誉也是有价值的，不同信用等级的融资者虽然都可以在市场上融得资金，但为融入资金所支付的成本是不一样的，AAA 级（信誉最好）企业和 CCC（信誉最差）级企业的筹资成本应该有较大的区别，因为，投资者承担的风险不同。如果说 AAA 企业的融资成本为同期国债收益率（基准利率）上加 60 个基本点，那么，CCC 企业就应该在同期国债收益率上加 200 ~ 300 个基本点。这一法则对任何市场、任何企业都是适合的。

实行市场化改革后，投资者才可以根据自己的风险嗜好及承担风险的能力来选择投资工具，筹资者才可能根据自己的资金需要在市场上融入资金。

三、市场化发行方式和行政性发行方式的关系

中国债券的发行方式（特别是国债的发行方式）经历了由行政性发行到市场化发行，又由市场化发行回到行政性发行的曲折过程。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

概括来讲,1996 年以前,国债发行采用的是典型的行政性发行方式:债券的价格和期限由财政部确定,销售实行行政性摊派。随着国债发行量的增加,债券发行难度越来越大,为了解决发债难的问题,1996 年财政部对国债的发行方式进行了重大改革,主要标志是:一年内实行多次发行,1996 年的 2209 亿国债共分 10 次发行;采用了美国式和荷兰式竞标拍卖方式,实行市场化定价方式;期限多样化,1996 年发行了七种期限各异的债券,最短三个月,最长达 10 年;1996 年发行的 2209 亿元国债中,只有 14% 不能上市流通,其余均可在交易所流通。但是,由于 1996 年第六期 10 年期债券发行后不久,正好遇到了中央银行的大幅度降息,导致该期债券价格暴涨,一些没有买到该期债券的个人投资者极为不满。为了解决个人投资者购买债券的问题,从 1997 年开始,国债发行又回到行政性发行的老路上来了,1997 年发行的 2500 亿国债几乎全部通过商业银行卖给了个人投资者。

由于从 1996 年开始,人民币利率处于下降通道,直到 1999 年 6 月 10 日第七次降息以前,国债发行顺利。但经过连续 7 次的大幅度降息,人民币利率进一步下调的空间已经很有限,在这种形势下,1999 年第四期国债的发行遇到了挑战,财政部原计划发行金额为 120 亿人民币、期限为 7 年、利率为 3.2% 的国债,但实际上只销售出 97 亿元。1999 年第四期国债发行中遇到的问题,不得不使人们再次对国债的行政性发行方式的可持续性提出质疑。

债券的发行方式不仅会影响债券发行的效率和融资成本,而且还会影响债券二级市场的活跃程度,二级市场的活跃程度又会反过来影响一级市场的发行成本和效率。在设计中国债券的发行和销售方式时,不仅要考虑个人投资者的要求,而且要考虑债券市场的融资成本、发行效率及投资者的变现要求;同时,还要认识到债券也是一种资源,债券(特别是国债)是中央银行进行公开市场操作的最好产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品,将几千亿的国债分散到个人投资者手中是巨大的资源浪费。因此,为了中国债券市场的长期健康发展,中国政府应继续坚持债券发行的市场化方向,并在市场化发行过程中不断总结经验,使其更加适合中国的实际需要。

四、个人投资者和机构投资者关系

中国金融市场不发达的一个最重要因素就是:机构投资者缺乏,个人投资者是中国金融市场的主体。到 1999 年 6 月底为止,在上海和深圳两个证券交易所开户的人数已超过 4000 万,其中 90% 以上为个人投资者。因此,政府有关部门在制定有关债券发行方面的政策时,总是把个人投资者放在了重要地位,而把机构投资者放在次要位置,好像二者是一对矛盾。实际上,个人投资者和机构投资者并不是矛盾关系,而是鱼水关系。因为,所谓的机构投资者本质上是代表着个人投资者利益的投资人,金融市场上最大的机构投资者是共同基金、保险公司和社保基金,而这些机构投资者的主要资金来源就是个人的投资,这些机构的投资收益最终会转化为个人的收益,唯一不同的是:一个是单个的个人投资者直接投资,另一个则是由专业人才代表许多个人进行集中投资。因此,个人投资者和机构投资者并无本质上的利害冲突,从根本上来讲,二者的利益是一致的。

考虑到目前中国的机构投资者还不发达,还无法满足全体个人投资者投资的要求,以及中国不少个人投资者希望直接参与投资的实际情况,在进行债券产品的设计和发行时,可以兼顾个人投资者和机构投资者。如目前我国的交易所的计算机系统非常发达,中国又有 4000 多万投资者在交易所拥有证券投资账户,可以允许个人投资者在交易所开立债券投资专用账户,该账户可以免收开户保证金和购买一级市场发行债券的手续费。这样,不仅个人投资者可以及时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买到债券，而且可以减少发行成本和投资者的个人财务安全。1999年1月发行三峡债券时，不少个人投资者携带大量现金在公共场所排队达十几个小时，不仅个人投资者个人财产不安全，而且出售债券的机构压力也很大，如派人维持秩序等。与此同时，大力发展以债券为投资对象的共同投资基金，培养债券市场上的机构投资人，使中国债券市场发展成为一个以机构投资者为主、方便个人投资者参与的安全、高效、低成本的崭新市场。

五、交易所市场和场外市场关系

目前的债券交易市场是由两个完全分割的交易所市场和场外市场组成，给债券市场参与者带来了极大的不便。为了克服目前国债市场上存在的市场分割、无法进行大宗买卖的问题，就必须对现有的债券市场格局进行改革，建立一个场内市场和场外市场共存、债券市场价格统一的二级市场流通体制。具体来讲，交易所市场主要是满足中小投资者的需要，场外市场主要是满足大的机构投资者需要，使两个市场互相连通，债券价格一致或接近一致、投资者可以自由在两个市场上进行债券买卖的全国统一的债券二级市场。对机构投资者来讲，由于单笔的买卖金额一般都很大，交易所市场很难满足机构投资者大进大出的需要。因此，机构投资者可以选择场外交易方式。

所谓场外市场是相对于交易所市场而言的，它不是在固定的交易场所内进行交易，而是由主要从事证券买卖的商业银行和非银行金融结构组成的无形市场，即各金融机构仍然在自己的交易室工作，所有交易都是通过电话或专业交易设备完成的。场外市场由这样几个主体构成：①做市商（Market Maker）。做市商是场外市场的主角，它主要是保证市场在交易时间有连续性的双边报价，即在任何时候，只要有投资者或其他做市商有买卖方面的询价，被询价的做市商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均需向对方进行双向报价，以满足市场的流动性要求。②经纪人(Broker)。由于场外市场是无形市场，市场参与者分散，而且没有场内市场的报价方式。与交易所市场相比，场外市场的市场参与者在及时得到市场信息方面就不太方便。为了解决这个问题，场外市场的另一个重要角色——经纪人就出现了。所谓经纪人系指专门为场外市场参与者提供买卖信息的中介机构。经纪人公司专门负责收集买卖信息并及时将买卖信息提供给市场参与者。经纪人自身不报价，不能建立买卖头寸，只能让买卖双方成交。经纪人的收入是交易佣金。在目前的情况下，中国外汇交易中心可以将自己发展成为一个经纪人角色。③投资人(Investor)。投资人是场外市场的重要参与者，它是场外市场的基石。投资人主要是由保险公司、财务公司、社保基金和共同基金组成。由于他们的资金量大、资产组合形式多种多样，因此，它们是场外市场的重要买卖力量。④投机人(Speculator)。投机人也是场外市场的参与者。由于他的存在，才使场外市场能够活跃，才能保持市场的流动性。所谓投机人是指以赚取买卖差价为目的的交易者。因此，投机人的交易比较频繁。在客观上，正因为投机人的频繁买卖，才使投资人能够实现买卖的愿望。

由于场外市场中的买卖数量、交易价格、交易对手都是由买卖双方确定的，场外市场的交易方式比较灵活。一般来讲，既可以通过电话成交，也可以通过交易专用设备成交，国际上通常用专用交易机(Dealing)。交易双方成交以后，要及时互相发送交易确认，在交易确认中将有关交易的细节(如交易金额、交割日、交易双方的资金账户和证券账户、交割方式等)进行再一次确认，以保证双方交易的准确无误。场外交易一般应实行 T+3 交易，以使双方有足够的时间进行资金和证券的交割。

在场外市场交易方式中，独立而公正的清算机构是保证场外市场交易顺利进行的重要基础。一般来讲，场外市场的清算交割方式有付款交割(DVP)和自由交割(Free Payment)。所谓付款交割，就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有当买卖双方的资金与证券完全匹配以后，清算机构才进行实际的资金与证券交割，如果交易双方中一方的证券或资金没有到账，中介机构就不进行实际交割，这种交割方式就保证了买卖双方的利益。所谓自由交割，系指清算机构只要接到了支付指令，就及时按指令的要求进行交割，而不必考虑交易对方的资金或证券是否到位。

六、国债和其他债券的关系

国债是本币债券中信誉最高的债券，它以安全性高、流通性好而成为债券市场的定价基准。国债应该成为债券市场的主要产品。但在大力发展国债市场的同时，也应该大力发展其他债券品种，使整个债券市场形成一个品种丰富、能够满足各种投资者和融资者需要的金融超级市场。

概括来讲，一个健康的债券市场应由以下几个层次的产品组成：从债券的发行体信用来讲，债券市场应包括国债（中央政府债）、地方政府债、政府担保债（国家政策性银行债）；企业债（包括商业银行发行的债券）。从债券本身风险程度来讲，债券市场应包括完全信用债券、担保债券和抵押债券等。

七、发展与监管的关系

对中国债券市场来讲，发展是硬道理，没有一个健康的债券市场，就不会有一个稳定的金融市场。但发展离不开监管，为了保证这个市场的安全和长期存在，必须加强对市场的监管。但应该明确的是，监管不是为了把市场管死，不是为监管而监管，监管应该为发展服务，监管的目的是保证市场的三公原则即公平、公开和公正的落实。在市场经济条件下，外部监管要与市场参与者的内部自律结合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起来，而内部自律机制建立的重要前提条件是：有法可依和严格执法，使不自律者无法生存。为此，在对债券市场监管时，特别是在对场外市场进行监管时，应做到：

(1)严把市场准入关。在确定市场的参与者方面，市场监管部门应严把质量关，特别是在确定做市商和经纪人方面，一定要少而精。不能把没有自律、没有技术、没有资金实力、没有信誉的机构放进场外市场。同时，监管部门要加强对市场参与者的监管，对违规操作者处于重罚。

(2)严格交收制度。中央国债登记公司一定要做到严格遵守结算制度，保证按交易双方的交割指令进行交割。从过去我国金融市场上出现的问题来看，不是没有规章制度，而是市场参与者包括一些具有监管责任的机构不按规章制度办事造成的。

(3)市场参与者自律。由于场外市场的交易方式是交易双方直接进行的买卖行为，交易双方都要承担交易对方的信用风险或违约风险。因此，交易双方应建立信用评级制度，实行交易的额度管理，这是国际上通行的化解金融风险的方法。例如，公司 A 认为公司 B 的信誉好，公司 A 可以将与公司 B 的交易额度定为 10 个亿人民币，而公司 A 认为公司 C 的信誉不太好，可以将公司 C 的交易额度定为 3 亿人民币。这个额度就是对 B 或 C 公司的最高交易限额，这样就可以避免对一个交易对方的信用风险太大。

(4)建立同业协会。通过同业协会的方式定期对同业的行为进行检查，是保证市场健康运转的重要手段。因为，一旦一个市场参与者在同业间失去了信誉，市场参与者都不与其发生交易行为，那么，它就不能在这个市场中存在下去，无形中就对市场参与者的行为进行了约束。

总之，只要我们能够建立一套行之有效的管理规则，并严格按规则办事，我国的债券市场一定能够发展壮大。

(该文发表于 2000 年 1 月 5 日的《金融时报》，本文获该报征文二等奖。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响债券价格和收益率的主要因素

一、宏观经济走势

影响债券价格和收益率最直接的两个因素是市场利率和债券的信用等级，但导致市场利率和债券信用等级发生变化的原因又是宏观经济形势的变化，因此，进行债券投资前，必须对宏观经济走势做出一个客观的判断。

宏观经济指标是一国经济的一个晴雨表。它从各个不同的侧面反映出整个经济活动的效率，从而决定短期或中长期的汇率、利率走势，由于当经济处于衰退的边缘或即将复苏的前夕这一重要的分水岭阶段，市场对于综合反映经济实际发展状况的数字特别注意，经常是在重要数字公布的当天，甚至几天以前，市场的参与者就开始“炒数字”了。因此，任何一个市场参与者，要想在市场中获胜，就不得不经常关心、研究、预测和分析判断国家政府部门定期公布的经济数字。

以美国政府为例，其公布的经济数字可以分为三类指标：即先行指标(Leading Indicator)、同步指标(Concurrent Indicator)和滞后指标(Lagging Indicator)。他们的区别在于先行指标是对将来的生产和消费产生影响的经济指标的统计，如生产订单。同步和滞后指标则主要是对现在或一个时期的经济活动情况的反映。一般来讲，美国经济指标主要分为下列七大类：就业与收入；订单、生产和库存；消费支出；房屋销售与开工；外贸；价格、工资和生产率；联邦政府金融方面

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的表现。

一个国家经济的目前状况以及对未来繁荣的预测始终是评价该国金融资产投资价值的重要指标。观察宏观经济形势好坏的指标很多,但主要指标有国民生产总值、消费物价指数、失业率、通货膨胀率等。

一般来讲,国民生产总值增长率开始下降时,对债券市场有利,因为,经济形势不好时,通货膨胀的预期就比较低,中央银行一般都不会提高利率,反而会降低利率,在这种形势下,投资债券的风险就比较小,而潜在的收益则比较大。同时,国民生产总值增长率比较慢时,企业的赢利能力也会下降,股票市场也不会太好,股票市场的不好,就会影响资金的进入,一般来讲,退出股市的资金会有一部分流入债券,这在客观上就会推动债券价格的上升。以我国为例,从 1995 年到 2002 年初,我国的国民生产总值增长率基本上处于下降趋势,分别为 10.45%、9.78%、8.8%、7.65%、7.1%、7.6%、7.3%,与此同时,中国人民银行连续下调了 8 次利率,分别为 1996 年 5 月 1 日、1996 年 8 月 23 日、1997 年 10 月 23 日、1998 年 3 月 25 日、1998 年 7 月 1 日、1998 年 12 月 7 日、1999 年 6 月 10 日、2002 年 2 月 21 日。受中国人民银行连续下调利率的影响,我国债券二级市场的价格不断攀升,与此同时,债券的收益率则一路下跌。以 1996 年 6 月 14 日发行的 10 年期国债为例,发行时的票面利率为 11.83%,每年付息一次。由于该期债券发行后即遇到中国人民银行连续下调利率,所以,该期债券的价格不断上升,而收益率一路下降,到 2003 年 5 月,该债券的到期收益率已下降至 2.2% 左右。

但同时,我们也要看到,因国民生产总值下降而引起的经济衰退会导致企业违约率的增加,如美国在进入 21 世纪的第一年就陷入了衰退,2001 年美国有 255 家上市公司破产,向法院申请破产保护的资产共达 2600 亿美元,几乎是过去 10 年纪录的 3 倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由此可见，宏观经济指标对利率走势有着至关重要的影响，在进行债券投资时，必须对宏观经济走势有一个非常清晰的判断，只有对宏观经济走势判断对了，在进行债券投资时才不会犯方向性错误，即不会在利率上升时大量投资长期固定利率债券，也不会在利率下降时大量购买浮动利率债券。不会在经济衰退时大量投资企业债券，也不会在经济繁荣时放弃较高收益的企业债券投资。市场是变化的，投资的策略也应该随市场变化及时调整；市场的变化是一把双刃剑，投资者不能顾此失彼，而应趋利避害。

二、债券的供给与需求

债券的供求将直接影响债券的市场价格和债券收益率。所以投资者要计算每年到期的债券资金与当年新发行债券的计划，如果到期资金大于当年新发债计划，即会导致债券需求大于供给，债券价格有可能上升；反之，如果债券发行量大于当年到期债券资金，债券的价格就有可能下跌。除了总量分析外，还要对不同品种、不同期限债券、浮动利率和固定利率债券的供求进行分析，因为，它同样会影响债券的价格和收益率。美国在 20 世纪末，即克林顿执政时期，美国财政出现大量赢余，于是财政部就决定提前买回一些债券，由于原有的供求关系发生了变化，结果凡是被财政部列为被买回的债券的价格都大幅度上升。这是典型的由供求关系引起的债券价格变化。

再以中国债券市场为例，由于存款增长迅速，而贷款增长乏力，中国银行存差持续扩大，到 2002 年 5 月底存差已达 3.5 万亿元。另外，保险公司保费收入快速增长。据统计，2001 年全国保险公司保费收入增幅超过 32%，其中寿险收入增幅超过 42%。2002 年 1 季度全国保险收入增长达 100%，寿险收入增长超过了 120%。2002 年 1～5月，我国保险机构累计实现保费收入 1311.6 亿元，比去年同期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的779.4亿元增加了532.2亿元,增长了68.3%;扣除赔付和营业费用,实现保费净收入943.2亿元,比2001年同期的512.6亿元增加了430.6亿元,增长了84.0%。其中,人身险中的寿险收入成倍增加,达923.8亿元,比去年同期的445.7亿元增加了478.1亿元,增长了107.3%。截至2002年5月底,我国保险机构资产总额已达5343.6亿元,同比增长42.4%。保费收入的快速增长,使保险公司尤其是寿险公司的国债投资需求不断增加。

中国市场对债券的需求是巨大的,但中国债券的供给是一定的和有限的,2002年全国所有债券(包括国债、金融债和企业债券)的发行量不到10000亿元,债券供求矛盾非常突出。在这种情况下,债券的收益率持续下降,债券的价格不断走高,使2002年上半年的债券市场出现了疯抢债券的局面,导致2002年30年期的国债票面利率下降到2.9%,在短期利率比较接近的情况下,我国30年期债券比美国相同期限债券的收益率低250个基本点。

三、相关市场的走势

债券价格和收益率除了受宏观经济走势和供求关系影响外,相关金融市场的变化同样会影响债券的价格和收益率的变化,如股票市场、外汇市场、货币市场、商品期货市场等。

股票市场与债券市场有很强的关联性。一般来讲,两个市场都会呈反方向变化,即股票市场上升,债券市场就会下降;反之,股票市场下跌,债券市场就会上扬。因为,市场参与者为了追逐较高的投资回报,总会在两个市场之间来回穿梭,哪个市场赢利机会大,资金就会流向哪个市场。以中国的股票市场为例,由于受国有股减持和上市公司业绩不好的影响,从2001年7月份以来,中国股票市场持续下跌,上海股票指数从2001年6月份的2300点下降到2002年1月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

份的1400点。股票市场的暴跌,带动了债券市场的火爆,使2002年第一季度发行的5年期国债的收益率平均比2001年发行的同期限的债券下降了64个基本点,而10年期金融债券的收益率比2001年发行的同期限的债券下降了105个基本点。在2001年,股票市场平均下跌近40%,而2001年中国债券投资者的平均收益达到5%以上。

2002年5月以后,中长期债券出现了较大涨幅。以交易所市场为例,010107收益率单个交易日最大下降幅度达50个基本点,价格涨幅超过7元,010112、010115等券也曾有20个基点降幅。6月24日因股市受国有股停止向国内二级市场减持消息刺激而大涨,交易所国债价格大幅下跌,收益率急剧上升,当日成交量也有较大放大。

债券市场波动与资金流动关系较密切。2002年4月以后,股市逐渐走弱,股市资金部分流向债市,逐渐推高了债券价格。5月下旬新股发行方式改变后,原先一级市场囤积的巨量资金并未马上流入股市,反而部分流入债市,继续推高了债券价格。由于经过此番上涨,债券收益率已降至相当低水平,部分资金开始获利退出,债券价格开始在高位盘整,部分长期券开始下跌。同时,舆论开始评论长期债的利率风险问题,债券价格缺乏继续上涨的市场环境。加上6月中旬以来股市有走好迹象,前期从股市流入的资金由于债市持续盘整开始部分流出,影响了债市走势。6月24日股市重大利好公布后,从股市流入的短期资金更是杀跌回流股市,造成债市大跌。从近期债市的波动看,与社会资金流动,尤其是资金在股市与债市之间的流动有很大关系。

再以商品期货市场为例。当主要商品市场,特别是能源和原材料市场的价格发生大幅度上升时,就会推动消费品价格的上升,而消费价格的持续上升,就会造成通货膨胀。为了遏制通货膨胀的发生,中央银行一般会提高利率。提高利率的直接后果就是债券价格的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下跌。

再以货币市场为例，货币市场的利率主要反映短期的货币资金供求，如果短期资金供应充足，资金的价格即利率就会下降，在经济发展比较平稳、通货膨胀压力不大的情况下，一部分资金为了追逐较高的收益，就会投资收益较高的债券，从而引起债券的价格上升。如我国2002年6月，银行存贷差为3.5万亿元，也就是说有大量资金没有进入到实体经济中去，而是滞留在商业银行或中央银行中，导致货币市场利率非常低，2002年上半年的短期信用拆借利率为2.2%左右，而债券回购利率仅为1.95%左右，仅仅比中央银行存款准备金利率1.89%高6个基本点。在这种情况下，一些资金就进入了债券市场，使我国的人民币债券市场的收益率不断下降，2001年5月达到了高峰，财政部发行的30年期债券的中标收益率仅仅为2.9%，债券的价值被严重高估，这是典型的资金推动型市场。

同时，回购市场利率的持续走低，也为一些市场参与者在回购市场和债券市场的套利行为提供了条件。例如，一个投资者能够按1.95%回购利率融入资金，然后将这些资金投资10年期、票息为2.7%的债券，就可以赚取75个基本点的利差，如果债券的价格不下跌，1亿元资金每年的利差为75万元，如果债券价格上升，投资者还可以获得资本收益。所以，在债券市场价格平稳或上升时期，不少投资者就会进行跨市场套利，这种套利的结果往往会进一步推动债券价格的上升。

总之，影响债券价格和收益率的因素往往不是一种，而是多种因素同时在发生作用，而且有时不同因素提供的市场信号可能是完全相反的，如货币政策能够显著影响短期利率，但和长期利率的联系就比较弱，如果当前货币政策紧缩力度较强，则会引发短期利率迅速上升。但是，如果市场预期由于当前货币政策会导致未来可预见的经济紧缩，长期利率反而会下降，货币政策的紧缩力度越大，反而会导

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致长期利率的下降，从而改变收益率曲线的斜率。在这种情况下，投资者就需要仔细分析各种因素对债券市场的影响程度，从中找出影响市场的决定性因素，并据此判断决定投资的策略。

另外，不同因素对债券市场的影响程度也不是一成不变的，而是随着时间地点的变化，各种因素对债券影响的程度是在不断变化的。因此，要随时根据市场情况的变化及时进行调整。

四、债券的信用评级

信用评级是影响债券价格的另一个最重要因素之一。高风险、高回报是市场经济的一个重要法则。根据这个法则，如果一个投资者想要获得高的投资回报，那么，这个投资者就要承担较高的风险；同样，一个融资者要想以较低的成本融进资金，他就必须有一个较高的信誉，否则，他就必须付出较高的融资成本和代价。因为，在市场经济中，信誉也是有价值的，不同的信用等级的融资者虽然都可以在市场上融得资金，但为融入资金所支付的成本是不一样的，AAA 级企业和 CCC 级企业的筹资成本应该有较大的区别，因为投资者承担的风险不同。如果说 AAA 企业的融资成本为同期国债收益率（基准利率）上加 30 个基本点，那么，CCC 企业就应该在同期国债收益率上加 200～300 个基本点。这一法则对任何市场、任何企业都是适合的。

投资者在投资债券时，一定要把债券的信用评级放在最重要的地位，特别是在选择具体的债券时。投资者要平衡好投资收益和风险的关系，一般来讲，信用评级低，债券的收益率就高，投资者承担的违约风险就大；反之，信用评级高的债券，收益率相对就比较低，投资者承担的违约风险就比较低。投资者一定要根据自己的风险嗜好和收益目标，很好地平衡风险和收益的关系，尽量做到风险可控、收益理想。

据穆迪公司统计，在 1970 年到 1989 年的 20 年里，有 274 家发行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体发生过违约行为，即没有按时偿还利息或本金（详见表 3－3、表 3－4、表 3－5）。除一家发行体外，其余都是垃圾债券级。在这 20 年中，每年有 3.6% 垃圾债券级评级的债券违约，12.8% 在 5 年内违约，18.1% 在 10 年内违约。在债券评级中，评级每下降一个级别，违约率就会大幅度提高，例如，评级在 Baa 级别的债券，每年的违约率为 0.18%，而评级在 Ba 级别的债券，每年的违约率为 1.7%，几乎是 Baa 级别债券的 9 倍，评级在 B 级别的债券，每年的违约率为 7%，几乎是 Baa 级别债券的 39 倍。同时，低评级债券违约率的波动性要比高评级债券的波动性要高，评级在 B 级别债券违约的波动性比评级在 Baa 级别债券高 16 倍。所以，评级高低与违约率的高低有很强的关联性。

表 3－3　274 家发行体违约状况一览表

违约时评级	违约前评级年限										
	0	1	2	3	4	5	10	15	20	25	30
投资级											
Aaa	0	0	0	0	1	2	1	1	1	0	0
Aa	0	2	1	2	5	4	0	1	1	1	1
A	1	1	5	12	8	6	9	3	4	3	2
Baa	0	14	24	27	29	25	23	18	9	7	3
总数	1	17	30	41	43	37	33	23	15	11	6
投机级											
Ba	33	82	110	95	81	81	40	24	23	17	15
B	154	142	96	72	49	37	18	17	7	8	7
Caa	65	21	6	5	5	4	2	5	1	1	2
Ca	16	8	7	5	5	5	5	2	2	1	1
C	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
总数	270	253	472	177	140	127	65	48	33	27	25
未评级	3	4	25	56	91	110	176	203	226	236	243

资料来源：GLOBAL CREDIT ANALYSIS。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3－4　当年评级级别与违约状况表　（单位:%）

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
Aaa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Baa	0.3	0	0	0.5	0	0	0	0.3	0	0
Ba	8.4	1.5	0.5	0.5	0	1.6	1.1	0.6	1.1	0.5
B	21.6	0	11.8	3.4	6.9	3	0	8.8	5.3	0
所有投资级别	0.1	0	0	0.2	0	0	0	0.1	0	0
所有非投资级	10.9	1.6	3.7	1.4	1.4	2.3	1.4	1.9	1.8	0.4
Aaa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aa	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
A	0	0	0.2	0	0	0	0	0	0	0
Baa	0	0	0.3	0	0.6	0	1.1	0	0	0.5
Ba	0	0	2.6	1	0.5	2	1.9	2.6	1.5	2.7
B	4.4	4.1	2.2	6	6.5	8.7	11.6	5.3	5.7	8.4
所有投资级别	0	0	0.2	0.2	0	0.2	0	0.3	0	0.2

表 3－5　不同评级级别 20 年平均违约状况表　（单位:%）

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	所有投资级别	所有非投资级别
20 年平均违约情况	0	0.05	0.01	0.18	1.66	7	0.07	3.57

资料来源:GLOBAL CREDIT ANALYSIS。

五、债券的流动性

债券的流动性是影响债券价格的又一个重要因素。所谓债券的流动性是指投资者在市场上买卖债券时所花费的时间、买卖价差、单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔成交数量等因素构成的综合指标。如果投资者买卖债券所需时间很短、买卖价差很窄、单笔成交量很大,那么,该支债券的流动性就好;反之,如果投资者买卖债券所需时间很长、买卖差价很大、单笔成交量很小,那么,该支债券的流动性就差。

一支债券流动性的好与差,将直接对债券的价格产生影响,一般来讲,如果债券的期限和信用等级相同,流动性差的债券的价格要比流动性好的债券的价格低。以中国债券市场为例,同样期限的国债,因上海证券交易所的流动性比银行间市场好,因此,在上海证券交易所交易的国债要比在银行间交易的国债的收益率低,也就是说在上海证券交易所交易的国债要比在银行间交易的国债的价格高。

六、影响因素的重要性比较

在债券市场上,由于债券的信用级别不同、期限不同、发行数量不同等,不同债券对上述五种因素的反应和敏感程度也是不一样的(见表 3 -6)。因此,在具体投资过程中,要针对不同的债券,特别关注不同的影响因素。

宏观经济指标对所有债券均有非常大的影响。如果宏观经济不好,中央银行下调利率,所有债券都会做出相应的反应,即价格上升、收益率下降;反之,当宏观经济过于繁荣,中央银行提高利率,所有的债券也都会做出相反的反应,即价格下跌、收益率上升。所以,在进行债券投资时,必须时时关注宏观经济指标的变化,并根据经济指标的变化,对投资策略进行相应的调整。

供求关系虽然可以对债券的价格产生一定的影响,但从本质上讲,决定债券价格变化的最重要因素是通货膨胀率和信用级别的变化。因此,供求关系可以在短期内对债券的价格变化产生一定的影响,但从长期来看,其影响是很小且短暂。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信用级别是判断债券投资安全与否的重要参照标准，不同信用级别债券的信用风险完全不同。因此，发行体信用级别的变化对债券价格的影响是非常巨大的，一般来讲，发行体信用级别的下降，债券的价格必然下降；反之，发行体信用级别的提升，债券的价格也会随之上涨。投资者对债券的信用级别要随时跟踪，一旦发现债券的评级发生变化，要随时对投资策略进行调整。

债券的流动性对不同的投资者影响是不一样的，对于那些准备将所购买的债券持有到期的长期投资者来讲，债券的流动性对其影响不大；但对于那些希望随时出售所持债券的短期投资者来讲，流动性是非常关键的。一般来讲，流动性好的债券，价格就比较高，而流动性差的债券，价格就比较低。

相关市场的变化对债券价格的影响是非常直接的。在金融市场上，资金总是追逐回报高的投资工具，如股票市场出现持续的上涨时，一部分资金就会从债券市场流向股票市场，对债券的价格必然产生影响。因此，投资者在进行债券投资时，也需要随时关注相关市场的变化。

表 3－6　不同因素对债券价格变化影响程度表

债券品种	宏观经济	供求关系	信用级别	债券的流动性	相关市场
国债	★★★	★★	★	★	★
政府背景债	★★★	★★	★★	★	★★
市政债	★★★	★	★★	★★	★
投资级公司债	★★★	★	★★	★★★	★
抵押债	★★★	★	★★★	★★★	★
垃圾债	★	★	★★★	★★★	★

注：★★★代表影响作用最大，★代表影响作用较小。

（该文发表于 2002 年 9 月份的《中国货币市场》杂志。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完善做市商制度
活跃银行间债券二级市场

经过5年多的发展，我国银行间债券市场取得了很大成绩，银行间债券市场上未到期的债券数量超过100支，面值达25000多亿元，债券期限从6个月到30年都有，银行间债券市场已经成为我国资本市场的重要组成部分。但美中也有不足，目前我国银行间债券二级市场的现券交易很不活跃，二级市场每日平均现券交易量不超过60亿元，与面值达25000多亿元银行间债券存量很不匹配。

如果银行间债券二级市场的交易不活跃不充分，就无法形成科学合理的银行间债券市场的收益率曲线，而不真实可靠的债券收益率曲线就不能成为其他金融产品定价的基准，也无法成为一级市场发行定价的基准，从而就无法使银行间债券一级市场与二级市场有机地联系起来。同时，由于银行间债券二级市场不活跃，二级市场形成的收益率不真实可靠，在一定程度上也影响了中央银行货币政策的有效传导。因此，必须在不断完善一级发行市场功能的同时，及时改进银行间债券市场的流动性，使银行间债券市场发挥其应有的作用和功能。

一、双边报价商还不是真正意义的做市商

为了活跃银行间债券二级市场交易，中国人民银行做了大量富有成效的工作，特别是在2001年8月批准9家商业银行开展债券的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

双边报价业务，对活跃银行间债券二级市场和引进国际上通行的做市商制度起到了关键性作用。

在中国人民银行批准9家商业银行开展债券的双边报价业务时，明确规定了双边报价商的义务，主要包括：①双边报价商的报价必须是实价，不能有虚假的报价行为；②双边报价商进行债券现券双边报价的价差不得超过中国人民银行规定的幅度，并须将本机构确定双边报价价差的依据报告中国人民银行；③双边报价商至少承诺对一种债券保持每日连续的双边报价，该债券品种称“双边报价债券”，双边报价商须将双边报价债券的券种报中国人民银行备案，并每周向中国人民银行报告双边报价债券的市场周转率，不同双边报价商的双边报价债券可以相同；④双边报价商须每月向中国人民银行提交债券市场分析报告和本机构交易情况报告，包括本机构双边交易量、交易笔数、双边交易情况、连续交易情况，对双边报价和交易情况中的重大事件及时报告，每季度报告本机构的业务经营情况、资金头寸、持有债券、承销债券、债券交易的情况及其他有关资料。

同时，为了鼓励9家双边报价商积极报价，中国人民银行采取了以下政策措施支持双边报价商开展双边报价业务：①中国人民银行经有关发债人同意，双边报价商有在一级市场购买债券的便利；②中国人民银行根据货币政策的需要和双边报价商的头寸情况，通过公开市场业务支持双边报价商的融资需要；③中国人民银行根据货币政策的需要和双边报价商对双边报价债券的报价和交易情况，通过公开市场业务现券交易和融券业务，支持双边报价商对双边报价债券的需要；④全国银行间拆借中心根据双边报价商开展双边报价业务的需要，继续完善双边报价系统，提供技术支持。

双边报价商制度的推出，对于活跃银行间债券市场二级市场交易起到了重要的促进作用。但由于双边报价商对自身在银行间债券市场中的作用缺乏深刻理解，加上双边报价商权利和义务不匹配等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因素,使现有的 9 家双边报价商报价很不积极主动,每日报价最多的双边报价商也不过报 10 多支债券,最少的报价商也就报 1～2 支债券。由此可见,目前的双边报价商只是具备了做市商的雏形,但还不是真正意义上的做市商。

二、进一步完善做市商制度的建议

为什么在银行间债券二级市场交易中要实行做市商制度呢? 为了说明这个问题,我们需要对债券二级市场的交易方式有一个全面的了解。概括起来,债券二级市场的交易方式主要有两种:一个是交易所市场交易方式,一个是场外市场交易方式。所谓交易所市场交易方式是指市场参与者在进行二级市场交易时,需要将交易指令以适当的方式传送到特定的交易系统中,按时间优先和价格优先的原则进行撮合交易。所谓场外市场交易方式是指市场参与者在进行二级市场交易时,需要通过电话等通讯工具与市场的其他参与者进行询价,并以双方商定的交易数量和价格进行交易。我国银行间债券二级市场交易采用的就是场外市场交易方式。

在场外市场进行二级市场交易时,由于没有特定的交易场所和交易系统,所有交易均可以通过电话和其他通讯方式完成。所以,当市场参与者想买、卖债券时,就需要直接打电话向其他参与者询问买卖意向,如果被询问方有买卖意向,双方还需要谈判价格,最终以双方认可的价格成交。

在场外市场进行交易时,债券的买卖双方都需要花费很多的时间和精力寻找交易对手和协商价格,这就影响了市场的活跃和效率。为了克服场外市场交易的不便,一些市场参与者在每次买卖债券时都会主动向那些资金实力雄厚、信誉良好、交易力量强大的金融机构进行询价,这些资金实力雄厚、信誉良好、交易力量强大、买卖差价合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理的金融机构就逐渐演变成了做市商。

做市商是一个外来词，其英文为Market Maker，Market Maker的中文直译就是市场的创造者或制造者，在没有市场时做市商要承担起创造市场的责任，也就是说，在二级市场没有买卖报价时，做市场要承担起买卖双向报价的责任，以保证二级市场的流动性和交易的连续性。在场外市场交易方式中，做市商是主角，它主要是保证市场在交易时间内有联续的双边报价，只要债券投资者有买卖债券的需求，作为债券市场的做市商就有义务提供买、卖双向报价，以满足市场流动性需要。做市商要起到活跃二级市场交易的作用，就必须承担起对所有交易品种进行报价的责任。

从做市商的产生过程可以看出，做市商不是一个非营利性的市场参与者，而是一个真正的商业性赢利机构，它之所以积极参与市场的报价，它之所以通过报价活跃二级市场交易，一个重要原因就是为了通过做市交易来赚取丰厚的利润。2001 年 8 月中国人民银行批准 9 家商业银行开展债券的双边报价业务后，虽然对活跃二级市场交易起到了很大的促进作用，但从人民银行规定的双边报价商权利和义务来看，双边报价商的行为还没有完全市场化。由于受中国人民银行“双边报价商进行债券现券双边报价的价差不得超过中国人民银行规定的幅度”等要求的限制，不少双边报价的报价并不是出于自愿，而且，所报出的价格也无法随着市场走势的调整而及时调整买卖价差。由于受报价幅度的限制，在过去的一年多里，双边报价商通过双边报价不仅没有赚到丰厚的赢利，如果进行市值重估，多数双边报价商的双边报价业务都是亏损的。

为此，我们要在总结双边报价商经验教训的基础上，及时推出真正意义上的债券做市商。所谓推出真正意义上的做市商，就是指在市场经济规则的基础上，废除不适合做市商发展需要的行政性措施，在场外市场交易中，完全采用报价品种自愿，买卖价差幅度完全根据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

走势自主确定,使做市商不仅能够通过进行买、卖的双向报价活跃二级市场,不仅能够提高自己在银行间债券市场上的知名度,而且能够赚取应得的利润。通过市场自身的优胜劣汰,使一批有实力、市场参与者认可、自愿进行买卖双向报价的银行间债券市场的做市商脱颖而出。由于做市商承担双向报价和活跃二级市场交易的重任,不是每一个想成为做市商的机构都能成为做市商,只有那些信誉好、内部管理强的金融机构才有资格扮演这个角色。监管机构在推出做市商的过程中的作用,不是通过行政性的规定来实现的,而是要通过一系列的政策引导和扶持措施来实现的,如给予优秀的做市商融通资金和债券的便利,给予报价品种多、双向报价及时的做市商给予表彰等,通过监管部门的市场化措施和舆论引导,来促使整个做市商制度的健康发展。与此同时,银行间债券市场的做市商要主动承担起双向报价的责任,充分认识到做市商在银行间债券市场发展中的作用,积极进行债券的双向报价,活跃二级市场交易。

活跃银行间债券市场是一个复杂而系统的工作,在积极推出做市商的同时,我们还要不断完善其他活跃二级市场的措施,如创建银行间债券市场的经纪人;打通银行间债券市场和交易所市场的壁垒,建立全国统一的债券市场;建立全国统一的、公开的银行间债券市场信息系统;加速银行间债券市场交易品种的创新,适时推出债券远期交易、债券期权交易、债券掉期等金融产品。只要我们抓住非金融机构法人进入银行间债券市场的有利时机,与时俱进,不断创新,银行间债券市场的交易就会越来越活跃,银行间债券市场的收益率曲线就会越来越科学和合理,银行间债券一、二级市场的联系就会越来越密切,银行间债券市场在我国金融市场中的作用就会越来越大。

(该文发表于 2003 年 2 月份的《中国货币市场》杂志。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

荷兰式招标与搭便车行为

2003 年 1 月 15 日，财政部发布《2003 年记账式国债发行招标规则的通知》，较以往而言，《通知》有一项改变颇令各界侧目：记账式国债招标方式在原先单一的“荷兰式”招标的基础上，增添了“美国式”招标方式。自 1999 年我国记账式国债的发行采用市场化招标方式以来，一直采用“荷兰式”招标方式，此次财政部引进美国式招标方式发行记账式国债，可谓意义深远，它标志着我国国债发行的市场化程度日益提高。

一、荷兰式招标方式及其利弊分析

债券市场化发行时招标标的分为利率、利差和价格三种。荷兰式招标就是通常所说的单一价格招标，当标的为利率时，最高中标利率为当期国债的票面利率；标的为利差时，最高中标利差为当期国债的基本利差；标的为价格时，最低中标价格为当期国债的承销价格。如某债券在招标募满时的最高中标利率为 3.20%，投资人 A 在 2.90% 投标，投资人 B 在 3.0% 投标，则该债券的票面利率为 3.20%，投资人 A 和 B 的承销利率均为 3.20%（见表 3－7）。

表 3－7

	投标利率	最高投标利率	票面利率	承销利率
投资人 A	2.9%	3.2%	3.2%	3.2%
投资人 B	3.0%	3.2%	3.2%	3.2%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1999 年以来,荷兰式招标方式为我国记账式国债的顺利发行保提供了积极、有效的保障,尤其在债券市场处于熊市时,荷兰式招标方式更发挥了重要的作用。但是,荷兰式招标方式有其自身固有的弊端,它令承销商存在侥幸心理,给承销商提供了搭便车的机会自2001 年以来,我国国内债券市场进入延续至今的牛市行情,荷兰式招标方式的不足屡次显现,尤其是 2002 年,我国国债招标利率出现了相当程度的扭曲。

以 2002 年在交易所发行的十三期国债为例,以券商为主的承销大军踊跃投标,中标利率让市场惊诧不已,15 年期的中标利率仅为 2.6%,尚不及二级市场上剩余期限为 6 年的国债到期收益率高,甚至还低于 5 年期银行存款利率 2.79% 的水平。这期国债累计投标金额高达 640 亿元,超出发行总额的 3 倍,最低投标利率仅为1.99%;再看 2002 年银行间市场发行的第一期国债,本期国债招标的认购倍数达到 4.02,承销商的投标总量超过 600 亿元,10 年期国债的中标利率仅为 2.70%,低于当时同类债券市场利率 30 个基点,该期债券发行后迅速带动二级市场收益率下滑至 2.50% 附近。

下面我们回顾 2002 年债券指数图见图 3 - 2 和 2002 年记账式国债发行情况见表 3 - 8:

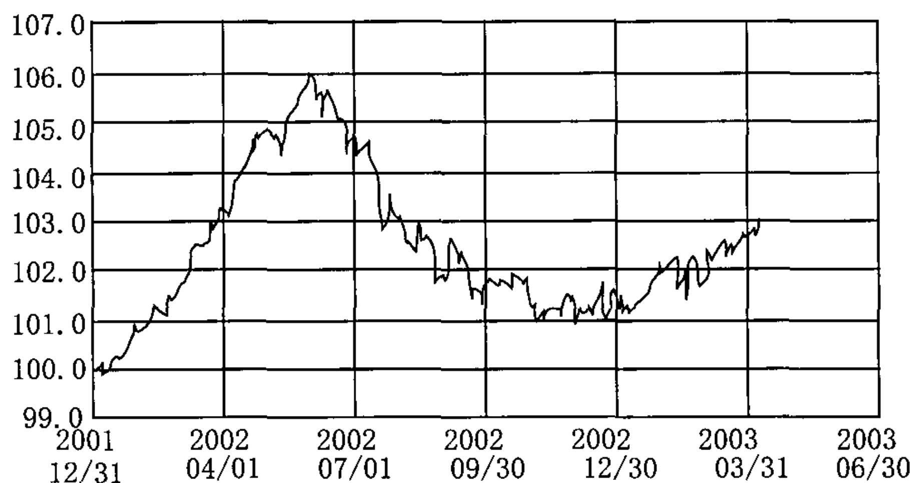


图 3 - 2 债券指数图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 3-8　银行间市场记账式国债发行情况(全部为荷兰式招标)

发行日期	名称	年限	发行总量（亿）	利率上限（%）	认购倍数	中标利率（%）	同期市场收益率（%）
02-3-15	02 国债 01	10	200	3.1	4.02	2.7	3
02-4-9	02 国债 02	5	360	2.7	2.49	2.22	2.31
02-5-9	02 国债 04	2	260	2.15	2.24	1.9	1.9
02-5-23	02 国债 05	30	260	3.6	2.93	2.9	3.2
02-6-3	02 国债 06	7	460	2.5	2.97	2	2.15
02-6-19	02 国债 07	3	260	2.02	2.46	1.9	1.98
02-7-11	02 国债 08	1	265	1.99	2.17	1.91	1.95
02-7-18	02 国债 09	10	173.3	2.7	0.58	2.7	2.65
02-8-22	02 国债 11	7	200	2.8	1.76	2.64	2.5
02-9-17	02 国债 12	3	191	2.3	0.82	2.3	2.25
02-12-4	02 国债 15	7	600	2.93	20	2.93	2.75
02-12-13	02 国债 16	2	368	2.46	2.87	2.3	2.4

通过 2002 年债券指数图和全年记账式国债发行情况我们可以清楚地看到,2002 年上半年债券指数一路凯歌,半年时间涨幅超过 6%,自 3 月份 1 期国债发行以来,连续 8 期国债的发行利率屡次向下突破二级市场收益率,一级市场带领二级市场逐级下探,债券价格节节攀升,市场风险迅速恶化,直至 6 月份人民银行及时出手,通过公开市场回笼货币的方式扭转乾坤,02 国债 09 发行的失败成为市场的转折点,一级市场发行利率由此开始突破二级市场收益率,两市场收益率交替走高,债券价格开始实现理性回归,市场步入了延续至年底的调整期。

2002 年上半年市场的大牛势虽然与金融机构资金比较充裕有直接关系,但荷兰式招标方式也难辞其咎,在荷兰式招标方式下,因为大家最后的成交价格都是一样的,少数承销商为了能拿到国债或能多拿国债,就尽量报出比较低的利率,这样少数投机分子通过恶意报价连累了所有承销商,一级市场中标价格无从反映市场真实的供求状况,直接导致市场进入非理性竞争,鼓励了交易成员在二级市场的过度投机行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、荷兰式招标方式下的投资者行为及对利率的影响分析

为了清楚地分析在荷兰式招标方式下投资者行为对发行价格的影响，我们可以将荷兰式招标方式中的承销商分为三类：

投资者 A：价格优先者即理性投资者。该部分承销商是完美主义者，他们自觉地承担起定价责任，本着"宁为玉碎，不为瓦全"的原则，在每次投标时，均按照当期债券应该具有的价值进行投标，在理想价位合理布标，只有在中标价格达到其理想价位时才考虑增加承销量，否则分文不取，很可能结果是债券的中标利率被抬上去了，但自己拿到的债券的数量却很小，等于为其他投资者抬轿子。

投资者 B：数量优先者即搭便车者。荷兰式招标方式下滋生了这样一批投资者，他们主动放弃了自己参与定价的责任，唯一目标是在债券投标中拿到足够的量，特别是在债券市场出现牛势时，这样的搭便车者最容易出现，因为，在债券市场出现牛势时，从一级市场拿到债券就可以在二级市场获利。为了实现目标，该投资者就在利率底部或价格高位布标，保证不论利率或价格如何，都能获得目标承销量。实际上，数量优先的投资者也不是完全不顾利率水平的，他们只是心存侥幸，希望其他的投资者从利率角度考虑向上投，将利率抬起来，自己来坐轿子、搭便车；

投资者 C：量、价兼顾者即精明的投资者。他们属于坐轿子怕摔着、抬轿子怕流汗的投资者，他们希望同时获得适当的承销量和较优的价格，受该心理的影响，在投标时他们既不会完全按价值理念操作，也不会主动放弃参与定价的权利，为了不落标，投标中他们会在低位少量布标，保证拿到最低量，然后在自己认为合适的价位投入较大的量，他们希望别人把轿子抬起来，中标利率较高，而自己能够在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合适的价位获得较大的承销量。

最终的中标利率就是以上三种投资者之间相互博弈的结果，而其中希望参与抬轿子又不愿出汗的投资者 C 数量多少及这部分投资者如何摆布标位是影响结果的重要砝码。为了说明投资者 C 的重要性，我们可以做以下三种假设：

发行体发行债券 200 亿元，期限为 10 年，每年付息 1 次，采用荷兰式招标。同期二级市场上期限接近的债券的利率为 2.8%。三类投资者的投标总量为 400 亿元。

投资者 A 认为，目前的二级市场上期限接近的债券收益率水平太低，他认为 10 年期的债券利率应该为 3.5% 才有价值，所以，投标利率为 3.5%。

投资者 B 认为，虽然目前的二级市场上期限接近的债券的利率比较低，但目前市场上债券短缺，而且面临降息的压力，只要拿到债券，就能在二级市场上赢利，所以，他认为 10 年期的债券中标利率为 2.9% 就有投机机会，所以，投标利率为 2.9%。

投资者 C 认为，目前的二级市场上期限接近的债券的利率确实太低，10 年期的债券利率应该为 3%，而且在 3.0% 附近中标的可能性较大，但为了防止落标，先将 30% 的投标量埋在 2.9%，其余的 70% 投标利率为 3%。

第一种情况：投资者 A 在投标中占多数，即 60% 的投资者按价值理念进行投标，那么，当期债券的中标利率就比较理性，该期债券的中标利率就比较高，但是投资者为此而放弃了承销量目标（见表 3－9）。

表 3－9

投资者类型	投标目标	投标占比	中标量	中标利率	中标比例
投资者 A	价值	60%	40	3.5%	16.7%
投资者 B	数量	20%	80	3.5%	100%
投资者 C	价值和数量	20%	80	3.5%	100%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二种情况:投资者 B 在投标中占多数,即 60% 的投资者按数量优先原则进行投标,将定价责任交给其他投资人,那么,当期债券的中标利率就偏低,可能远远偏离其本身价值(见表 3－10)。

表 3－10

投资者类型	投标目标	投标占比	中标量	中标利率	中标比例
投资者 A	价值	20%	0	2.9%	0%
投资者 B	数量	60%	200	2.9%	92%
投资者 C	价值和数量	20%	0	2.9%	8%

第三种情况:市场中一般 A、B 投资者均为少数,投资者 C 占多数,如 60% 的投资者按量价兼顾的理念进行投标,而投资者 C 在投标时的标位摆布又直接影响着中标利率,我们假设以下两种情景:

情景 1:为保证获得保底中标量,投资人 C 将投标量的 40%(96 亿)投在 2.90%,其余 60%(144 亿)投在 3.0%,那么中标结果为 2.90%(见表 3－11)。

表 3－11

投资者类型	投标目标	投标占比	中标量	中标利率	中标比例
投资者 A	价值	20%	0	2.90%	0%
投资者 B	数量	20%	80	2.90%	100%
投资者 C	价值和数量	60%	120	2.90%	50%

情景 2:投资人 C 将投标量的 60%(144 亿)投在 2.90%,其余 40%(96 亿)投在 3.0%,那么中标结果为 3.0%(见表 3－12)。

表 3－12

投资者类型	投标目标	投标占比	中标量	中标利率	中标比例
投资者 A	价值	20%	0	3.0%	0%
投资者 B	数量	20%	80	3.0%	100%
投资者 C	价值和数量	60%	120	3.0%	50%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

综上分析可见,搭便车的投资者的数量以及搭便车者在投标中的标位摆布直接影响债券中标利率的高低,在债券处于牛市行情下时,搭便车的投资者数量较多,该部分投资者为了获得较大中标量,在投标时将投标量压在较低标位,极易出现债券中标利率严重偏离市场的情况。从2002年上半年的一级市场投资人在债券市场的表现可见一斑,充分说明了在牛市行情中,一级市场的逐利投资者严重扭曲了市场价格,扰乱了市场秩序,导致了风险的恶化。

三、引入美国式招标方式是克服荷兰式招标方式弊病的重要措施

美国式招标是通常而言的多种价格招标,标的为利率(利差)时,全场加权平均中标利率(利差)为当期国债的票面利率(利差),各中标机构依各自的全场加权平均中标利率(利差)折算承销价格;标的为价格时,各中标机构按各自的加权平均中标价格承销当期国债。如某债券在招标时,投资人A的投标利率为2.90%,投资人B的投标利率为3.0%,最高中标利率为3.20%,全场加权平均利率为3.10%,则该债券的票面利率为3.10%,投资人A、B的承销利率分别为2.90%和3.0%(见表3-13)。

表3-13

	投标利率	最高中标利率	全场加权平均利率	票面利率	承销利率
投资人A	2.9%	3.2%	3.1%	3.1%	2.9%
投资人B	3.0%	3.2%	3.1%	3.1%	3.0%

由于美国式招标方式要求每一个投资人都要对自己的投资行为负责任,可以制止投资人在投标中的“搭便车”行为,因而是克服荷兰式招标方式弊端的有效途径。2001年,国家开发银行在发行政策性

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融债时率先引入了美国式招标方式,两年来该行债券的招标利率基本能反映市场供求,发行的市场化程度逐步提高,受到了承销商的广泛欢迎,取得了良好的效果。国债发行在适当的市场情况下采用美国式招标方式既可以提高国债发行的市场化程度,进一步规范市场的投资行为,也有利于国内金融体系利率结构的建立。

1. 引导投资行为的理性化

2003 年国债招标引入"美国式"招标方式推动了市场投资行为的理性化,打击了承销商的联手投机,而且可以有效防止债券承销中的"搭便车"行为。在新的招标方式下,承销商投标的报价高低要自己承担直接后果。以利率招标为例,如果承销商报出的利率低,则要承担一些利息相对损失;而如果报出的利率高,则面临可能拿不到债的局面。因而美国式招标方式要求承销商按照市场发展和债券本身价值理性投标,要求每一个承销商为自己的投标行为负责,真正地负担起市场定价的责任,相应地,债券最终的中标价格也合理化,能真正反映出市场的供求和预期。

2. 推动利率市场化

国债发行引进美国式招标方式也有利于推动利率市场化的进程,形成国内金融市场合理的利率期限结构。基准利率的形成是利率期限结构形成的基础,基准利率指的是金融资产获得的无风险或风险最低的投资收益,它是整个利率体系的中心环节,也是利率市场化的一个重要平台。目前中国基准利率被默认为银行一年期存款利率,因为银行存款的信用等级不及国家财政部发行的债券,且该利率系人为制定而非市场决定,因而将该利率视为基准利率是不合理的。美国式招标方式下,要求投资人为自己的行为负责、自己承担利率风险,可以促进国债发行的真正市场化改革,而市场化的国债利率才应该是目前我国风险最低的收益率,应该是我国的基准利率。因而美国式招标方式的引进为我国的利率市场化奠定了基础,有利于早日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建立起国内金融市场合理的利率期限结构。

债券发行时招标方式的选择要根据当时的市场环境进行相应调整。在债券市场平稳或处于熊市时荷兰式招标方式是首选。在债券价格稳定或看跌的情况下,采用荷兰式招标方式,少数“搭便车”者的存在可以为债券的足额发行提供良好保障,且这部分投机者的存在也对债券价格的走跌起到了遏止作用,回顾 1999 ~2001 年的记账式国债发行,荷兰式招标方式发挥了重要作用,且为我国的国债市场化发行积累了丰富的经验。但在债券市场处于牛市或非理性状况下时,债券发行应该减少荷兰式招标而增加美国式招标方式。在该行情下,债券的募集成功不是问题,但为维持市场秩序,防止债券价格的恶意疯涨,采用美国式招标可以杜绝“搭便车”行为,所有的投资者理性判断市场、理性投标,保证了招标价格能真正反映债券价值及市场供求,2002 年的债券市场表现充分说明了国债发行选择适当、灵活的招标方式的重要性。

(该文发表于 2003 年 6 月份的《中国货币市场》杂志,赵颖杰参加了本文的写作。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券市场做空交易利弊分析与建议

债券做空交易是指市场参与者在没有债券的情况下，先从市场上融入债券，然后将融入的债券卖出，以便在债券价格下跌后，再以较低的价格将卖出的债券重新买回，并归还给债券的融出方的交易行为。通过该种方式的交易，使原本没有债券的交易商能够有机会从中赚取卖债券和买债券的价差。做空交易是当今国际债券市场上的一种常见交易方式，也是一些套利基金赚取债券二级市场差价的一个重要手段。

一、做空交易的起源与发展

在 17 世纪初期，欧洲证券市场上就出现了做空行为，距今已经有 400 多年的历史。据资料记载，大约在 1609 年左右，荷兰商人为了尝试与新发现的国家及地区进行贸易，就以股份制形式组建了荷兰东印度公司，由于市场上不断出现对荷兰东印度公司的利好消息，该公司的股票不断暴涨，形成了巨大泡沫，在这种情况下，一些投机商在认为股票的价格远远背离了其价值的情况下，就开始卖空股票，结果该支股票在巨大的抛压下，迅速崩盘，卖空者获得了巨大赢利，而股票持有人则亏损严重。理论界普遍认为，卖空交易就是由此开始的。之后，比较著名的卖空交易就是 1634 到 1637 年发生在荷兰的郁金香案例，当时市场上买卖的郁金香根茎数量远远多于实际的产量，在泡沫破灭后，使得大量交易合约因无法交割而毁约。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

由于做空交易对正常证券(或商品)持有人是一种巨大的伤害,而且做空者的赢利就是来自于做多者的损失,因此,在荷兰东印度公司股票泡沫破灭发生后,该公司的董事就向荷兰阿姆斯特丹证券交易所申诉,认为做空行为是导致该公司股票暴跌的主要原因,并指出做空行为会给无辜的投资者造成不可估量的损失。1910 年 2 月荷兰阿姆斯特丹证券交易所通过了新的交易规则,在新的交易规则中明确禁止卖空行为。尽管法律上禁止卖空行为,但卖空行为仍时有发生,后来荷兰阿姆斯特丹证券交易所就取消了禁止卖空行为的规定,卖空交易又合法地进行了。

在证券做空交易方面,英国、法国和美国等市场经济比较发达国家的经历与荷兰基本相同:即原来对做空没有限定,交易商就在证券市场上进行卖空交易,但在证券市场出现崩盘后,有关监管部门都是先立法禁止做空交易,后又根据市场变化取消禁止做空交易的规定。由此可见,做空交易的生命力是非常强的。

经过几百年的风风雨雨,虽然目前理论界仍对做空交易有一些不同的看法,但是实践中做空交易这种方式已经被金融市场参与者各方所认可,做空交易已经不再被认为是洪水猛兽。可以说,在现代主要国际金融市场上,做空交易已经演变成为了一种非常通行的交易方式,凡是可以进行做多交易的金融产品,基本上都可以进行做空交易。做多交易和做空交易相辅相成,共同推动着金融市场的发展。

二、做空交易利在何处?

做空交易之所以具有很强的生命力,除了市场参与者可以通过做空交易获取巨额利率外,做空交易对金融市场的发展还是具有积极意义的,具体表现在:

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 做空交易可以降低或减少金融市场泡沫的速度

做空交易是一把悬在金融市场上的利剑，它可以始终提醒市场参与者不要把金融市场的气球吹得过大，如果市场涨的太多，或者说背离了价格围绕价值变动的基本规律，卖空交易这把利剑就会刺破气球，使泡沫迅速破灭。从这个意义上讲，卖空交易是金融市场上的清醒剂，它始终提醒市场参与者不要把气球吹得太大。

自金融市场创建以来，看涨和做多就是一个永恒的主体，因为，市场参与的各方都有看涨的内在动机。金融市场的一个重要功能就是融资，发行体希望涨，一旦市场上涨，筹资就容易了，成本也低了；投资者希望涨，一旦市场上涨了，投资的资产升值了，可以获得更高的回报；市场中介如投资银行也希望涨，一旦市场上涨了，它们可以代理发行更多的股票、债券等有价证券，可以赚取更多的佣金收入；甚至媒体也希望涨，一旦市场上涨了，可以有更高的发行量和收视率，可以赚取更多的广告收入。总之，看涨对市场的有关各方均有利，大家都希望涨。

除了市场参与各方均怀有市场上涨的愿望外，大量闲置资金的存在，也为市场上涨提供了现实的资金保证。据资料统计，中央银行的货币供应量始终高于名义 GDP 增长水平是一个世界性现象，大量积累的流动资金需要出路，源源不断的资金供给使金融市场很容易泡沫化，这也是国际金融市场在不断重复“膨胀—破灭—再膨胀—再破灭”这一循环的重要原因。

由于主观上有市场上涨的愿望，客观上也有推动市场上涨的基础和实力，金融市场经常会出现泡沫将是一个永恒的主题。但证券市场发展的历史事实多次表明，金融市场泡沫再大、持续时间再长也有破灭的时候，而且每一次泡沫破灭对实体经济的影响都是灾难性的，20 世纪 90 年代日本泡沫经济的破灭如此，本世纪初美国新经济泡沫破灭也是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做空交易的存在,在客观上就起到了减少金融市场泡沫化的速度和广度,因为,一旦金融市场上出现了过分投机的金融产品,卖空者就会乘虚而入,使恶意做多者损兵折将。美国市场上普遍认为,如果没有做空机制,美国在20世纪末的股市泡沫中不知道会出现多少个安然这样的公司?金融市场发展的实践证明,做空可以减少投资者盲目的追涨动力,可以增加投资者的理性,可以使金融市场的价格更好地反映或接近价值。

2. 做空可以增加市场的流动性

对金融市场来讲,流动性是否充分是检验一个市场成熟与否的重要标志,也是决定市场参与者是否参与一个市场的重要标准。如果一个缺乏流动性,即想买入金融产品的投资者无法买入,想卖出金融产品的投资者无法卖出,那么,这个金融市场就是没有活力和缺乏吸引力的市场,投资者特别是机构投资者就不会贸然进入该市场,该市场也就发展不起来。在一个只允许做多的金融市场上,经常会出现流动性问题,特别是出现单边行情的时候。

但在做空交易引入金融市场以后,交易商只要认为有机可乘,即是当时自己没有金融产品,也可以通过融入金融产品的方式卖出,这在一定程度上就解决了市场单边行情的问题,通过做空交易就可以为市场提供充分的流动性,即使希望做多的交易商有买入金融产品的机会,同样,使希望做空者有卖出金融产品的可能,有买有卖就使金融市场活跃起来了。

3. 做空交易具有回避市场风险的功能

在金融市场上,除了信用风险外,市场参与者面临的一个最重要风险就是市场风险,即因市场价格变化而引起的潜在的发生亏损的可能性,如债券投资者购买了一支10年期的债券,收益率为3%,那么该债券持有人就承担了一个市场风险,即该支债券收益率上升或者说价格下跌的风险。在没有做空交易的情况下,如果该投资者不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

想承担市场风险，其唯一的办法就是将该支债券卖出。但在该投资者卖出了债券后，虽然不用承担市场风险了，同时，也无法获得该债券投资的收益和潜在的价格上升所产生的资本利得；如果该投资者想获得该债券投资的收益和潜在的价格上升所产生的资本利得，就不得不承担价格下跌的风险。在金融市场有做空交易时，该债券持有人就可以在持有该支债券的同时，再卖出同数量的该支债券，将该支债券的收益和风险锁定，无论市场如何变化，该债券持有人均可进退自如。

三、做空交易的弊在何方？

1. 做空交易不利于一级市场的融资行为

金融市场一个最基本的功能应该是融通资金，为金融产品的供需双方提供直接结合的机会，即需要资金的企业能够在市场上筹集到所需要的资金，需要投资的机构和个人能够在市场上买到自己希望投资的产品。二级市场交易一个主要的目的就是更好地发展一级市场，更加方便金融市场上资金融通的功能。但做空交易的目的是让市场下跌，而买升不买跌是一个市场规律，投资者无论如何是不会在市场下跌时进行大量投资的，因此，在市场下跌的时候，一级市场的融资功能就会大幅度下降。

2. 做空交易不利于资金从虚拟经济向实体经济的过渡

金融市场投资的主要目的是分享实体经济增长创造的价值，即将宝贵的资金投资到产业部门，通过投资带动产业的发展，并增加社会财富的积累，投资者先进行资本的投入，然后才分享实体经济创造出的社会财富，如股票市场的分红、债券的利息等均是价值的分享。而做空交易则是一种典型的投机行为，是对价值的掠夺，与金融市场的基本功能相违背，无法将资金从虚拟经济过渡到实体经济。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 做空交易与绝大多数投资者的理念相违背

绝大多数投资者是将剩余的资金进行投资,然后赚取收益,是先投入后收获;而做空者事先是没有投资的,其卖出证券的目的就是让所卖出的证券的价格下跌,以便以较低的价格再从市场上买回,其收入是以多数投资者的亏损为代价的。

4. 做空交易容易导致证券市场的巨幅波动

卖空者在卖出金融产品时自己是没有该产品的,它卖出的金融产品是从市场上借入的,到期是要归还的。一旦卖空者判断失误,即卖出的金融产品没有下跌,而是出现大幅度的上涨,卖空者就会在买入债券时出现巨幅亏损,如果亏损超出卖空者的能力,就会使金融市场正常运转的链条中断。

另外,卖空交易还可以加速市场的崩溃,追涨杀跌是金融市场的一个普遍操作手法,一旦一个市场出现大幅度下跌,不明真相的市场参与者第一个反应就是卖货逃离市场,如果出现严重的情况,过多的卖空行为可以在短时间内将一个市场摧垮。

四、对做空交易的几点认识

1. 做空交易是一个生命力很强的交易工具

在历史上,许多国家都先后立法限制过做空交易方式,但该种交易还是存活下来了,而且在全球范围内还有不断扩大和蔓延的趋势,目前国际金融市场上的主要金融产品均有做空交易。

2. 做空交易的风险防范至关重要

做空交易实际上是一种杠杆交易,即交易商可以用较少的资金做很大的交易量。如做空者在借入债券时,除了需要交一定的保证金外,其实际投入资金很小,但借入债券的数量可能会是数倍于其投入资金,这就决定了做空者的赢利或亏损都是巨大的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 做空交易本身并没有好坏之分，关键在于对其如何使用和监管

做空交易是一种金融市场工具，就像军事武器，既可用以侵略他国，也可用以保家卫国，关键在于我们如何使用它。

五、对我国开展债券做空交易的几点建议

1. 进一步加深对做空交易的认识，为其实施创造条件

从国际金融市场发展的历史来看，在金融市场发展到一定阶段后，允许进行做空交易是一个必然趋势。随着经济全球化的发展，必然导致金融工具运用的全球化，特别是我国资本市场的对外开放和QFII 的引入，必然要求把国际上普遍使用的金融工具引进到我国的金融市场。从与境外投资者的接触中了解到，是否可以做空交易已经成为一些境外机构投资者是否进入中国资本市场的前提条件，一些境外机构投资者认为，如果没有做空交易，它就无法进行风险回避，也就不可能大规模地在中国债券市场上投资。

因此，我们要不断加深对做空交易方式的研究，提高对该种交易方式规律性的认识，借鉴国际金融市场的监管经验，为在我国金融市场上尽快推出做空交易创造条件。

2. 加速风险防范措施的建设，使做空交易风险可控

中国的国情必须考虑，我国目前的主要金融机构均为国有，公司治理结构还很不完善，企业经营的责、权、利联系不是很密切，企业交易冲动很难受到有效的控制。在这种情况下，市场参与者容易出现极端和不负责任的行为。为此，在推出做空交易之前，要对做空的风险进行重点防范，如规定融入债券与资本金的比例、卖空债券数量不能超过市场流通总量、严格债券交收制度等，以保证卖空交易的平稳发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 尽量采取分步骤实施的策略

对我国广大市场参与者来讲，做空交易是一种全新的交易方式，对其利弊和杀伤力缺乏足够的认识，在这种情况下，如果突然大范围推广做空交易，容易产生意想不到的后果。为此，建议采取分步实施策略，即开始选择市场容量大、市场走势平稳的券种作为试点，通过试点交易，使市场各方全面了解做空交易的特点、规律和风险防范措施，为全面推广做空交易积累经验和创造条件。

（该文发表于2003年12月份的《中国货币市场》杂志。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成功债券投资是科学与艺术的完美结合

债券是现代金融市场上的一个重要投资工具。以金融市场比较发达的美国为例，到 2002 年 12 月 31 日为止，市场上流通的债券余额为 20.2 万亿美元，其中国债 3.2 万亿美元，政府机构债 2.4 万亿美元，市政债券 1.8 万亿美元，抵押类债券 4.7 万亿美元，资产证券化债券 1.5 万亿美元，货币市场债券 2.6 万亿美元，公司债券 4 万亿美元。美国债券的余额为其当年国内生产总值的 2 倍以上。我国债券市场虽然起步较晚，但发展速度非常快，到 2002 年底，在中央国债登记结算公司托管的债券数量也达到了 2.8 亿元人民币。

在可交易的债券中，不仅发行体多种多样，而且，债券的品种也是千奇百怪。按信用风险来区分，债券可以分为国债、政府背景债、公司债、资产证券化债券；按市场风险来区分，债券可以分为浮动利率债券、固定利率债券；按期限来分，债券又可以分为短期债券、中期债券和长期债券；按是否含衍生金融工具来区分，债券还可以区分为普通债券和带结构债券等等。

超市商品般的债券市场虽然为投资者提供了充分的选择机会，但也增加了选择的难度。那么，投资者如何才能在债券投资中做到成功投资呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、债券投资是一门科学

债券又被称为固定收益产品，也就是说，投资者如果将所购买的固定利率债券持有到到期兑付，他就可以获得一个事先就可以确定的投资收益，而这个投资收益是可以通过数学公式计算的，所以，债券投资是一门科学。

在投资实践中，投资者将大量数学计算引入到债券市场，推导出了大量专门用来计算债券投资市场风险和潜在收益的数学公式，如债券的久期、凸性、债券期权的价值、浮动利率债券收益率的计算等。投资者在投资一个债券时，可以通过收益率的公式计算出所投资债券的到期收益率；如果投资的债券含有期权，可以根据债券的历史数据，计算出债券的波动性，并通过期权的理论和公式计算出期权的隐含价值；如果投资者希望通过不同信用等级的债券进行套利，可以通过两种债券收益率计算出点差，并进一步计算出进行债券套利的成本等。在债券投资中的大量数学公式推导，就使债券投资成为一门非常严密的科学。在进行债券投资时，投资者要想达到收益理想、风险可控，就需要有非常好的计量经济学知识，就需要通过严格的计量模型来分析和测算投资的潜在收益和风险。没有严密计算的债券投资就是一种盲目的赌博。

二、债券投资也是一门艺术

在全球金融市场日益开放的今天，债券投资已经变成一项非常复杂的智力游戏，尽管投资者需要建立科学的计量模型，并通过计量模型对可能发生的各种可能性、风险和回报进行分析，但投资者要想走赢大势或跟踪的债券指数，就需要投资者自己对未来市场的走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做出独立的判断。因为，市场上提供的经济数据都是一样的，市场上的债券品种都是一样的，面临的市场环境都是一样的，一个债券投资者要想在众多的竞争者中胜出，就必须有自己对未来经济走势的独立判断，就必须决定自己投资组合的风险指标，就必须选定自己的债券品种，包括信用程度的高低、债券波动性的高低，就必须建立自己的投资策略。投资策略的确定不仅需要科学，而且是一项要求很高的投资艺术。

投资者在进行投资决策时，要对发行体所在国家及世界经济的发展周期有一个清醒的判断，经济周期与投资风险的关联性是非常强的。在经济周期曲线的不同位置上，投资者所承担的风险是不一样的，在经济处于上升时期，市场普遍繁荣，工厂开工率普遍较高，产品销售旺盛，失业率低，居民购买力旺盛，企业现金流充足，企业虽然筹资量很大，但偿还债务一般都比较顺利，所以，在经济上升时期，投资者承担的信用风险相对较小；但事情都是一分为二的，在经济处于上升时，经济的增长会掩盖许多问题，如企业资产发展过快，企业债券负担过重等，同时，由于发行体能够及时偿还到期债券，信用风险往往被投资者忽视，但是，一旦经济进入衰退期，情况就完全是另外一个样子了，商品滞销，企业开工率下降，库存增加，失业人员增加，居民购买力下降，企业现金流缺乏，股票市值下跌，信用评级下降，再筹资成本增加等等，总之，在繁荣时期被掩盖的矛盾和问题都会逐一被暴露出来，不少公司会因无力偿还债务而陷入破产。美国就是一个很好的例子，由于高科技的带动，美国经济在 20 世纪 90 年代保持了长达 10 年的持续繁荣，甚至一些经济学家认为经济周期理论已经因新技术的出现而过时了。但事情的发展并非如此，美国在进入 21 世纪的第一年就陷入了衰退，2001 年美国有 255 家上市公司破产，向法院申请破产保护的资产共达 2600 亿美元，几乎是过去 10 年纪录的 3 倍。美国在 20 世纪最后 10 年的经济繁荣和股市泡沫，使许多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的负债过于庞大，使许多公司对赢利能力过于乐观，在经济狂欢之后，需要有一个调整期，需要有人对狂欢现场进行清理。因此，一般来讲，经济繁荣之后必有一个下跌和调整时期，在这个时期进行债券投资的风险是非常大的。

在进行债券投资时，投资者需要对宏观经济有一个深入的了解，需要对宏观经济指标之间的关系有一个深入的了解，如国民生产总值、消费物价指数、失业率、中央银行的货币政策、中央政府的财政政策等。以美国为例，美国中央银行每年都要召开 8 次会议，分别为 1 月、3 月、5 月、6 月、8 月、9 月、11 月和 12 月，并在这些会议上决定利率政策，包括加息、减息或保持利率不变。在每次开会前，市场参与者或信息资讯公司都会对美联储的利率政策做出不同的预测，而预测的结论经常是完全相反的，一些机构会认为美联储会加息，而另一些机构则认为会保持利率不变。在这种情况下，投资者就需要做出一个独立的判断，而投资者的判断将直接影响其投资决定，即买入债券、卖出债券还是保持原有投资不变，将直接影响其债券投资组合的策略，如哑铃型、子弹型、梯子型。

在进行债券投资时，投资者还要对相关市场的走势进行了解，如股票市场、外汇市场、期货市场等。因为，这些市场特别是股票市场的走势与债券市场有很强的关联性。一般来讲，在一个确定的时间内，金融市场资金池中的资金是固定的，如果股票市场的投资回报高，资金池中的资金就会流向股票市场，债券市场就会因资金缺乏而陷入低迷；反之，如果股票市场低迷，资金池中的资金就会流向债券市场，债券市场就会因投资需求的增加而牛市。债券投资者只有具备大市场观，才能随时掌握资金的流向，才能顺势而为。

投资者在进行债券投资时，还要对行业经济有深刻的理解。在同样的经济环境中，不同行业的企业的财务状况是完全不同的。朝阳行业和夕阳行业不同，而且，行业的兴衰是不断转换的，如电讯行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业，在20世纪中后期，一直是赢利非常稳定的，但进入21世纪，由于移动电话和网络的发展，许多电讯公司赢利下降、亏损，美国有多家电讯公司倒闭。

另外，原来认为可靠的信息来源现在证明并不可靠，正如2002年6月24日美国《商业周刊》"美国大企业亟需恢复信任"一文说的，公司管理层道德风险不断升高，如美国安然公司、全球有线通信公司都发生了虚报公司赢利，最终倒闭，即使像IBM那样有名望的公司，也会明目张胆地做假账，即在财务报表中隐瞒2.9亿美元的收入；中介机构同样面临信任危机，会计公司为了咨询费而做假账，如安达信这家美国最具权威的审计公司之一；律师可以为拉到公司业务而搞伪证；投资银行为了赚取佣金可以将垃圾包装成黄金来销售。

在进行债券投资时，投资者买卖债券的时机也需要经验和智慧。有时候一个投资者可能对利率的长期走势判断正确，但利率的走势往往不是一条直线，因此，能否选择一个好的市场时机买入自己希望持有的债券或卖出自己不希望继续持有的债券对于整个投资的回报至关重要。一般来讲，在市场真实消息出来之前，市场是最活跃的时候，因为，市场有不确定性，这时，投资者会根据自己对市场的判断进行买卖，反而等市场消息被确认后，市场会比较平静，也就是说交易比较清淡，很难买到自己希望投资的债券，同样，也很难卖出自己不希望继续持有的债券。同样，当市场发生对投资者持有头寸不利的情况，特别是投资者持有信用评级不高的债券时，投资者最好的风险防范措施就是迅速卖出自己持有的债券，以免产生灾难性的损失，这也就是市场通常说的"第一个卖出是最好的选择"(First Sell ,Best Sell)。

债券市场上充满了不确定性，债券市场上的变数无穷。但投资者如果希望进行债券投资，就必须做出一个投资决定，就需要用自己的智慧将市场中的各种信息如经济的、政治的、历史的、心理的、货币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的、财政的、产品的、供求的等进行加工处理，从中找出市场的发展趋势，并根据判断决定和实施投资策略，包括投资债券的信用等级、期限、债券品种。由此可见，债券投资不仅需要科学的计算，而且需要丰富的决策艺术。

三、成功债券投资需要科学与艺术的完美结合

投资是科学，也是艺术，但成功的投资需要将投资的科学和艺术进行完美的结合。科学使债券投资变得理性，艺术使债券投资变得富有生机和个性，二者的完美结合意味着债券投资的丰厚回报。

在债券投资过程中，投资者面临的市场是一样的，投资者业绩好坏的关键在于对未来市场的判断。每一个投资者都可以用数学公式和计量模型计算债券的潜在风险和回报，但并不是说每一个投资者都可以在市场上赚到同样的钱，因为，在数学公式和计量模型中，许多参数是建立在对历史数据的统计或假设的基础上的，而市场未来的变化很难与原来的假设保持一致，市场的不确定因素太多了，而每一个因素的变化都可能是导致原来计算结果的不存在。如美国长期资本管理公司，由其诺贝尔数学奖获得者领导的技术专家建立了一套非常复杂的数学模型，根据其计算模型计算，该公司可以在美国和欧洲债券的套利中赚取巨额利润，但市场的发展并没有与其设想一致，欧洲债券的收益率与美国债券的收益率点差不是变窄，而是变宽了，结果导致其整个投资的失败，美国长期资本管理公司也几乎到了破产的境地。

债券投资需要科学，但不能形而上学。在计算债券收益和风险的大量模型中，虽然其计算过程是非常严谨和科学，甚至其结论是可以进行验证的。但需要投资者了解的是，其计算的许多前提条件是建立在假设的基础上的，一旦外部环境发生变化，一旦其前提条件发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生了变化，其计算结果当然是错误的。债券投资模型中的假设根据是历史的经验，债券投资的风险和收益取决于市场未来的走势和变化，而未来是不确定和多变的。

债券投资中需要艺术，但同样不能唯艺术论。投资者在看到根据数学公式计算出来的结果时，需要有一个理性和经验的判断，以确定公式中假设条件发生的概率和可能性，只有这样，投资者才不会盲目地刻舟求剑。但同时，投资者也要相信，如果数学公式中的假设条件存在或接近，其计算结果还是很有参考价值的。投资者不能完全凭经验和想象进行投资。

因此，在债券的实际投资过程中，投资者要想成为一个成功的债券投资者，就需要将债券投资中的科学计算与丰富艺术进行完美的结合。在债券投资科学与艺术的结合方面，美国 Pimco 投资公司的首席投资官比尔·格罗斯就是一个非常成功的例子。他监管着 3500 亿美元的债券投资，格罗斯具有异乎寻常的长处，他掌握了价值投资的艺术，他的杰出成就在很大程度上来源于他对一系列明确的数学公式的依靠，这些公式确定了数值，减轻了动感情的举动。格罗斯的战略首先是利用确定性这个因素，将债券投资建立在数学的精确度基础上，公司有 14 位博士进行债券的定量分析。然后，格罗斯又掌握了不确定性因素。在债券市场上有几乎无限的变量受人的因素驱动，如"911 事件"和美国安然公司破产案就是两个典型例子。正因为如此，数学模型用来预测利率的变化方向、通货膨胀率和公司的利润率的准确概率是非常小的，这正是格罗斯惊人的估算精度与勇气的用武之地。

早在 2000 年 5 月，他就坚持认为，美国的一场经济衰退就要来临，而技术股票泡沫的破裂和美联储为了冷却经济而疯狂提高利率的举动，正在为这一场残酷的经济减速创造条件。这时，他的公司便开始从 100 亿美元的公司债券转换为美国政府债券和政府支持的住

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

房抵押债券，在几个月内，就为公司赚取了5亿美元。2001年2月，格罗斯又把200亿美元投入到美国国债，他相信美国为了全力以赴恢复经济增长，美联储会大幅度下调利率，结果使公司又赚取了15亿美元。他巧妙利用“911”这个转折点，这位投资大师开始积累了具备投资等级的公司债券，同样大赚一把。

其实，投资赚钱就这么容易，难在是否能够将投资的科学与艺术很好地结合起来。

（该文发表于2004年5月份的《数字财富》杂志。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

浮而不动:我国浮动利率债券避险功能再认识

一

浮动利率债券的票息由基础利率和利差两部分组成,基础利率由发行体在债券发行公告中确定,利差由投资者在发行日通过自由竞标确定。利差一经确定则在债券到期前固定不变。虽然,浮动利率债券的利差是固定的,但由于基础利率是可变的,因此,投资者投资浮动利率债券的票息也是不断变化的。一般来讲,浮动利率债券重新设定票息的间隔为3个月、6个月和1年,其中,国际债券市场上又以6个月居多。

国际上浮动利率债券定价的基础利率主要参考指标有银行同业拆借利率(如LIBOR,HIBOR等)及物价指数/通胀率,其中以LIBOR为基准利率的浮息债最为普遍。

我国浮动利率债券的基础利率是中国人民银行公布的商业银行一年期定期存款利率,2004年该利率为1.98%,利差是在债券拍卖发行中由承销商通过自由竞标最终确定。

浮动利率债券有两个重要特点:①在债券存续期内,债券票息中的利差部分不会改变,变化的只是基础利率;②债券的二级市场价格总是围绕并接近于债券的面值波动,除非在债券重新设定票息期间,债券的价格一般不会发生大幅度的变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二

2004 年一季度固定资产投资比上年同期增长 43%，为 1994 年以来的最高点。一季度我国 GDP 增长达到了 9.7% 的水平，国民经济运行出现过热趋势，引发政府采取了多种紧缩措施，包括提高金融机构存款准备金率，限制某些行业增长过快等。受这些因素影响，2004 年 4 月份银行间市场资金面趋紧。短期债券品种收益率水平逐步走高，一年期央行票据的收益率从年初 2.71% 升至 3.33%。中长期固定利率债券的收益率水平因通胀预期的存在而不断攀升，价格跌幅较大，收益率曲线继续呈陡峭态势。

从理论上讲，在市场预期人民币利率上升的时候，浮动利率债券应该发挥其回避市场风险的功能，也就是说，浮动利率债券的价格不会出现像固定利率债券那样的下跌幅度，购买浮动利率债券的投资者不会出现巨额浮动亏损。但实际情况并非如此，自从我国出现经济过热趋势后，浮动利率债券和固定利率债券双双出现了大幅度下跌，浮动利率债券并没有发挥其回避市场风险的功能。

我国浮动利率债券不能有效回避利率风险的主要原因是浮动利率债券的基础利率是行政性管制利率，该利率不能及时、有效地反映金融市场对经济走势预期、通货膨胀预期及利率上升趋势预期。

三

在利率完全市场化的国际债券市场上，浮动利率债券比固定利率债券的市场风险小的结论是对的，但具体到我国债券市场就不一定。目前，我国的浮动利率债券已经产生了这样一个结果：当期收益受到了损失，回避未来利率上升风险的目的也达不到。原因在于：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我国现在的利率实际上是双轨制，一方面是完全市场化的利率，即银行间债券市场上的同业拆借、回购和债券投资的收益率，这些利率的高低完全取决于市场上资金供求状况、信用风险状况、对未来经济和通货膨胀走势的预期等因素；另一方面是行政化的管制利率，即商业银行吸收存款的利率、发放贷款的利率（允许浮动，但必须在一定的幅度范围内），特别是人民币存款利率是严格受到中央银行控制的，任何机构均不得违反。而我国目前发行的浮动利率债券的基础利率就是受严格管制的商业银行1年期存款利率。由于基础利率不变，利差又在投标时已经确定，也不能变化，两个定数加在一起仍然是一个定数。因此，我国浮动利率债券就变成了固定利率债券。

以2004年前4个月的中国和美国经济为例，两国均面临同样的问题，即经济增长强劲，通货膨胀有所抬头，中央银行都需要通过货币政策工具来防止经济过热和通货膨胀加速，但由于利率体制不同、中央银行运用的货币政策工具不同，美元浮动利率债券的投资者与人民币浮动利率债券的投资者面对风险则完全不同，美元浮动利率债券的投资者完全回避了市场利率上升的风险，而人民币浮动利率债券的投资者则无法获得浮动利率债券应有的优势。

在美国，虽然美国联邦储备银行在2004年5月4日召开的公开市场委员会决定维持联邦基金市场利率1%不变。但是，将货币政策的措辞由“耐心”调整为“将慎重有序”地提高利率。理由是2004年美国4月份非农业就业人数增加了28.8万人，比市场预期的17.3万人高，就业状况的改善，经济保持强劲，通货膨胀应将逐步上升。因此，市场对FED的加息预期增强，受此影响，美元LIBIOR利率上升加快，6个月的LIBOR由1月份的1.17%左右升至5月份的1.58%左右，1年期LIBOR由1月份的1.36%左右上升至5月份的2%以上。受基础利率变动的影响，美国浮动利率债券的票息也会水涨船高，浮动利率债券的价格就不会出现大幅度下跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在我国,2004 年 4 月份公布的 CPI 为 3.8%,通货膨胀因素已经比较明显,受其影响,完全市场化的银行间市场利率迅速反弹,以一年期中央银行发行的票据为例,其收益率从年初 2.71% 上升至 5 月份的 3.33% 左右,与此同时,固定利率债券的收益率也大幅度反弹,5 年期债券的收益率达到了 4.5% 以上,原来低票息的固定利率债券的价格出现了大幅度下跌。但我国行政性管制的商业银行存款利率从年初到 5 月份保持原地不动,仍然为年初的 1.98%。因为,中央银行在这次遏制通货膨胀所采取的措施中,没有采取提高利率的方式,而是采取了提高存款准备金的方法。2003 年 9 月以来,中国人民银行先后将商业银行的存款准备金率由原来的 6% 调至 7%,2004 年 4 月 25 日又将存款准备金率提高 0.5 个百分点,即从 7% 调至 7.5%,同时,对不同商业银行实行差别存款准备金率,资本充足率低于一定水平的金融机构将执行 8% 的存款准备金率。

由于我国浮动利率债券中的基础利率没有发生任何变化,浮动利率债券的票息没有因通过膨胀因素的增加而相应提高,因此,市场只能用二级市场价格下跌的方式来调节浮动利率债券的收益率,以使浮动利率债券也能够反映出市场对我国通货膨胀的预期。如 2001 年 8 月 28 日发行的 10 年期浮动利率国债,该债券的票息为 1 年期中国人民银行公布的定期存款利率加 52 个基本点(利差),当时的 1 年期定期存款为 1.98%(基础利率),当期的票息为 1.98% +0.52% = 2.5%。由于我国经济发展出现了过热,2004 年第一季度的国内生产总值达到 9.8%,4 月份 CPI 达到了 3.8%,市场预期利率会不断上升。因此,2004 年 5 月 25 日,中国人民银行发行的 1 年期的票据利率上升为 3.3% 左右。在信用级别相同的情况下,2004 年 5 月 25 日 1 年期的央行票据利率要比财政部 2001 年 8 月 28 日发行的浮动利率债券(2004 年 5 月 25 日该期国债的票息与 2001 年 8 月 28 日的票息相同)高 0.8058 个百分点,即 3.3% -2.5% =0.8%。那么,该期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券的价格有什么理由不下跌呢？

四

我们从以上分析中可以得到以下几点启示：

（1）债券投资成功的关键不在于投资浮动利率债券还是固定利率债券，而在于对经济走势、GDP、CPI、货币供应量、关联市场、经济周期阶段的准确预期，在于对各国利率体系的正确把握。投资不能凭市场上通行的概念和经验进行，而必须具体市场具体分析。

（2）债券投资都有市场风险，无论投资浮动利率债券还是投资固定利率债券，关键在于投资者如何平衡风险和收益的关系，这包括当期收益、中期收益和长期收益的关系，以及当期风险、中期风险和长期风险的关系。投资者要找到一个平衡点，特别是要做一些情景分析，以确定自己将承担的市场风险，不能形成一个浮动利率债券就无市场风险的笼统概念。当我国中央银行采取提高存款准备金率而不是存款利率时，我国浮动利率债券的市场风险就很大。我们必须知道中央银行进行宏观经济调控的法宝有存款准备金率、公开市场和调整利率三件，而不是仅调整利率一种方式。

（3）在债券市场出现泡沫的时候，最好的办法就是离开这个市场，要学会等待市场机会，尽量避免追涨杀跌式投资行为。在市场出现非理性的时候，放弃投资也许就是一种最好的选择。在2001年左右，我国债券市场发生了很大的泡沫，这个泡沫既包括固定利率债券市场，也涵盖浮动利率债券市场。

（该文发表于2004年7月份的《数字财富》杂志。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要珍惜来之不易的债券市场

经过市场参与者的共同努力,我国债券市场取得了很大的发展成绩,主要表现在:①债券的信誉不断提高,投资者对债券产品的认可度不断增强,债券成为了投资者非常喜爱的投资工具。可以说,债券已经成为目前我国市场上为数不多的被投资者抢购的产品。②债券发行的市场化程度和债券发行的效率迅速提高,发行体在需要募集资金时,很快就可以通过债券市场以较低的成本筹集到资金。③机构投资者队伍不断壮大,二级市场的交易逐渐开始活跃。随着证券公司、城市商业银行、共同基金、股份制商业银行和国有商业银行债券持有量的增加,以及投资主体多元化的发展,债券二级市场的交易开始活跃,债券的流动性不断得到改善。④国家有关部门对发展债券市场重要性的认识进一步提高,对债券市场的关心程度和支持力度不断加强。东南亚金融危机以后,经济学界形成一个共识,即:如果一个国家没有一个长期的、稳定的债券市场,经济发展完全依靠短期的货币市场和投机性极强的股票市场,那么,该国经济发展的基础是非常脆弱的,一旦遇到风吹草动,该国的整个经济就会迅速崩溃。因此,我国要想保持经济的稳定、持续发展,就必须大力发展债券市场已经成为国人的共识。

从以上几点可以看出,我国债券市场出现了一个前所未有的发展机遇,债券市场的发展前景是非常美好的。

但令人不安的是,当前的市场参与者对来之不易的债券市场并不珍惜,一些参与者大有当年炒国债期货、炒 B 股、炒 A 股、炒那斯达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克指数的热情,将债券当股票来炒,大有不把该市场炒垮决不收兵的劲头,对此,我们必须保持高度的警惕。

金融产品的价格最终都要反映价值、价格始终需要围绕价值变动是一个客观规律,任何违背这个规律的产品或市场都将会受到这个规律的惩罚。美国 2000 年那斯达克指数神话的破灭就是一个很好的例子,在 2000 年 3 月份之前,市场上几乎没有人会相信该指数会暴跌,尽管令美国人尊敬的美联储主席格林斯番多次发出高科技股票市场已经不理智了的警告,投资者仍然趋之若骛。因为,买就赚钱,在短期利益面前,未来的风险被忽视了。结果,那斯达克股票的价格严重背离了价值,根据价格终将反映价值的规律,2000 年 3 月以后,那斯达克股票市场的价格开始回归价值,到 2002 年 6 月 5 日为止,该指数已经从 2000 年 3 月份的 5000 点降至 1595 点。恶炒的结果必然是伤害和毁灭,这样的例子非常多。

目前,我国的长期债券市场也出现了不理性的投机行为,长期债券的价格已经严重背离价值,为债券市场的健康发展埋下了巨大隐患。以 2002 年 5 月 24 日起息的 30 年长期国债来讲,最后的中标利率仅为 2.9%(美国 30 年的债券的收益率为 5.65%),远远低于市场对该期债券的理性预期。为什么说该期债券的投标结果不理性呢?主要有这样几个理由:①该期债券风险指标较高,该期债券的久期(Duration)为 19.91。也就是说,利率变动一个百分点,该债券的价格就要变动 19.91 元。试想,如果利率在未来有所上升,债券的风险是非常大的。②中国经济在未来 10 到 20 年还会保持较高的增长速度即 7% 左右。从国内外发展的经验来看,一国经济的高速发展不可能长期伴随通货紧缩。中国 1998 年 4 月曾出现过通货紧缩,1999 年 5 月份最低,CPI 为 -2.27%。但该次的通货紧缩仅仅维持了不到两年的时间,在 2000 年 1 月,CPI 已经由负转为正,而且在 2001 年 5 月份 CPI 已升至 1.6%。由此可见,中国的通货紧缩不会长期存在,而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且一旦反弹，速度也会很快。国内外市场分析人士均认为，中国2003年的CPI应在1%左右，这就说明中国已经没有大幅度降息的空间。而随着中国经济形势的好转，利率反转的可能性还是存在的。一旦利率反转，即使在几年(3~5年)后，利率变动所造成的价格损失将超过债券持有人这几年获得的债券票息收入。③中国债券的供给非常充裕，供求矛盾将逐步缓解。随着债券市场的发展，发债主体将不断增加，债券数量将会不断扩大。因此，目前存在的供需矛盾将不会长期存在，供给的大量增加，必然导致价格的下降。④资金普遍宽松的状况不可能长期保持。随着周边市场的好转，银行贷款进度的加快，目前存在的资金全面宽松的状况将不会长期存在，资金价格的提高，必然导致持有债券成本的增加，目前存在的套利空间将不复存在。

同时，债券的发行体也有义务维护债券市场的持续发展和稳定，不要看目前的发债成本低就大量发行风险被低估了的长期债券，不要每次都把利率的上限定的很低，更不要通过所谓的创新来引导市场利率的进一步走低，不要把风险都转嫁给投资者。实际上，发行体和投资者是一个密不可分的整体，只有双赢，才能保持市场的长期发展。一旦一方坍塌，另一方则必然受损。

总之，中国的债券市场发展到今天很不容易，市场参与各方都要非常珍惜和爱护这个市场的发展，只有债券市场健康发展了，才能实现多赢。反之，如果象以前炒期货、炒股票那样，发展一个市场，就恶炒一个市场，最终受害的将是市场的所有参与者。

为了我国债券市场持续、健康的发展，所有的市场参与者都要负起责任，发行体多发一些短期和浮动利率债券，投资人树立按价值投资的观念，共同把我国债券市场发展成为一个收益率曲线合理、价格基本反映价值、市场透明、操作理智、发行体和投资者共赢的规范的债券市场。

(该文写于2002年。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货币政策、市场预期与债券收益率曲线形态

债券收益率是指投资于债券所得收益占投资金额每一年的比率，通常以“%”表示。用不同期限债券收益率连成的线为债券的收益率曲线。债券的收益率曲线在分析和评估债券价值时具有重要作用。

一、收益率曲线的形态

债券的收益率曲线有四种形态，即常规形态收益率曲线、逆向形态收益率曲线、水平形态收益率曲线和不规则形态收益率曲线。

常规形态收益率曲线，是指债券的期限与债券的收益率呈正方向变化的收益率曲线，即债券的期限越长，债券收益率越高；债券的期限越短，债券的收益率就越低，债券的收益率始终与债券的期限呈同方向变化（见图3－3）。习惯上，投资者又称该收益率曲线为正收益率曲线。该形态的收益率曲线在债券市场上比较常见。

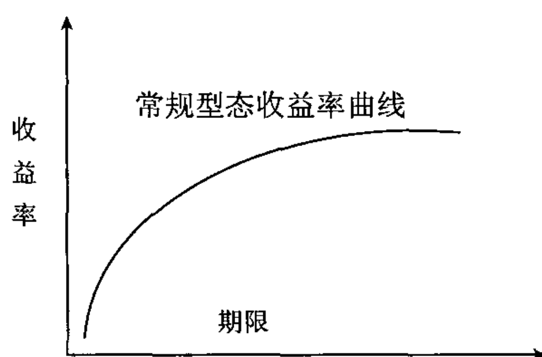


图3－3 常规型态收益率曲线

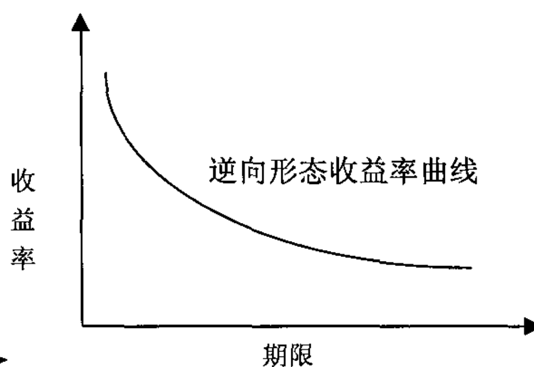


图3－4 逆向形态收益率曲线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逆向形态收益率曲线，是指债券的期限与债券的收益率呈反方向变化的收益率曲线，即债券的期限越长，债券的收益率越低，债券的期限越短，债券的收益率越高，债券的收益率永远与债券的期限呈反方向变化（见图 3－4）。投资者习惯上又称该收益率曲线为反收益率曲线。该形态收益率曲线在债券市场上也能经常看到，但比正常形态收益率曲线出现的概率要小。

水平形态收益率曲线，是指债券的期限与债券的收益率的高低没有直接联系，即不论债券的期限长短，债券的收益率均不发生变化，而是形成一条比较直的线（见图 3－5）。当然，这里所说的不发生变化，不是说绝对不变，而是说债券的收益率比较接近。这里所说的水平也不是完全一致，而是与正方向收益率曲线、反方向收益率曲线相比较而言的。该形态的收益率曲线在债券市场上也不多见。

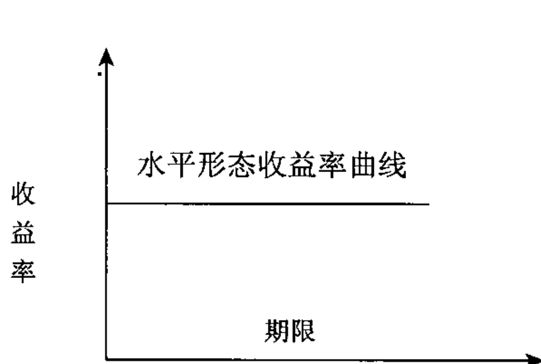


图 3－5　水平形态收益率曲线

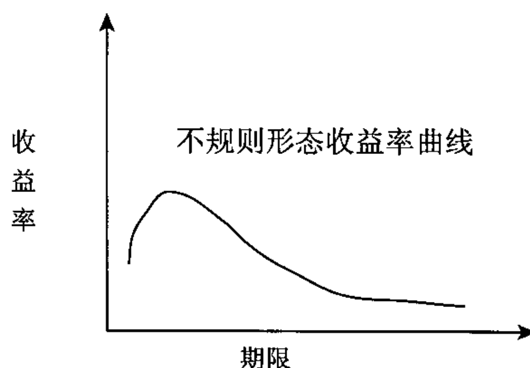


图 3－6　不规则形态收益率曲线

不规则形态收益率曲线，是指债券的期限与债券的收益率变化没有规律性的对应关系，即债券的期限长短与债券收益率的高低关联度较低，或者说，期限长的债券的收益率不一定高于中期债券，而中期债券又不一定比短期债券的收益率高（见图 3－6）。总之，该类形态债券的期限长短与收益率高低没有必然联系。该类形态的收益率曲线一般出现在债券市场不发达的新兴市场。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二、收益率曲线形态的成因

根据投资者的习惯经验，债券的期限越长，投资者所承担的市场不确定就越高，即投资的风险就越大，投资者应该获得较高的投资回报作为补偿，因此，债券的收益率曲线都应该为正收益率曲线，在现实的债券市场上为什么会出现其他不同形态的收益率曲线呢？实践证明，债券收益率曲线之所以会形成不同的形态，主要是由于投资者对未来利率的走势预期不同造成的。

那么，投资者对市场的预期又是如何影响收益率曲线的形态变化呢？在信用评级相同的债券中，债券的价格和收益率主要是由利率的走势决定的，利率走势的不同，将直接影响债券收益率的变化。假如2003年1年期的存款利率为1.98%，债券市场上1至30年所有期限债券的收益率曲线为一条直线，即均为2.28%。但这时公布的宏观经济数字和指标显示：通货膨胀率呈上升趋势，股票市场泡沫严重等。投资者据此判断，为了使经济平稳发展，避免发生严重的通货膨胀，掌管货币政策的中央银行很可能在1年后将1年期存款的市场利率提高到2.5%。那么，这时投资者就不愿购买长期债券，因为，市场利率被提高以后，长期债券的价格就会下跌，如果购买了长期债券，就会发生本金损失。因此，在市场预期加息的时候，投资者宁愿买入短期债券，或持币静观事态发展，以便在市场利率提高时投资收益率更高的债券。在这种情况下，投资者肯定愿意购买1年期的债券，而不愿购买1年期以上的债券。同样，长期债券持有人在预期利率将被提高的情况下，为了减少所持长期债券的本金损失，宁愿在加息前将所持债券卖掉。债券市场参与各方对加息预期的反映结果，必然造成短期债券收益率的降低、和长期债券收益率的攀升，而且债券的期限越长，债券的价格就会越低，债券的收益率就会越高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在利率上升预期占主导地位的市场中，债券收益率曲线就会形成正方向收益率曲线。

同样的道理，在市场预期利率会下降时，市场参与各方就会采取与预期利率上升时相反的行动。假如2003年1年期的存款利率为1.98%，债券市场上1至30年所有期限债券的收益率曲线为一条直线，即均为2.28%。但这时公布的宏观经济数字和指标显示：通货膨胀率呈快速下降趋势，甚至出现了通货紧缩的迹象，股票市场也出于长期低迷状态等。为了使经济复苏，中央银行可能在一年后将1年期的存款利率下调至1%左右。在这样的利率环境下，投资者会购买长期债券以锁定因利率下降而产生的再投资风险。投资者博弈的结果，必然造成短期债券收益率的上升和长期债券收益率的降低，使债券市场上形成一条反方向的收益率曲线。

投资者预期在未来的很长一段时间内，国民经济将保持非常平稳的发展，通货膨胀率也保持不变，中央银行不会对利率做出任何调整，这时，投资者再投资的机会成本相等。如果市场出现了这样的环境，债券收益率就会形成一条直线，即水平收益率曲线。

在成熟的债券市场上，一般不会出现非常规债券收益率曲线。非常规收益率曲线常常发生在新兴债券市场。在新兴债券市场上之所以会出现非常规收益率曲线，主要是债券发行量比较小、债券的期限结构不合理、同一个期限的债券存量比较小，在这种情况下，往往会出现二级市场交易的有行无市，资金量充足的投资者为了实现自己的投资需要，有可能改变债券市场收益率曲线的走势，如将中期债券的收益率压得很低，而将短期和长期债券的收益率维持在较高的水平，使整个债券市场的收益率曲线形成一条无规律可循的非常规收益率曲线。

债券市场正是在投资者不断博弈的基础上，形成了不同形态的收益率曲线的。这里需要指出的是，不同形态的收益率曲线不是一成不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变的，而是随着投资者对未来利率走势预测的变化而不断相互转换的，今天的正方向收益率曲线，有可能变成反方向收益率曲线。投资者必须随时跟踪收益率曲线的走势和变化，并及时调整自己的投资策略。

三、收益率曲线形态变化分析

在现实中，收益率曲线的形态是不断发生变化的，收益率曲线形态的变化将直接影响投资者的预期收益。以美国国债为例，由于美国中央银行认为美国经济 2003 年面临的主要威胁是通货紧缩，而不是通货膨胀。受中央银行观点的影响，市场预期美国中央银行会进一步调低美国中央银行的基准利率，所以，2003 年 5 月 19 日的美国国债收益率曲线比 2003 年 1 月 19 日发生了大幅度下移，6 个月期限的债券下移 12 个基本点，收益率由 1.214% 下降至 1.094%；2 年期债券下移 37 个基本点，收益率由 1.684% 下降至 1.315%；5 年期债券下移 61 个基本点，收益率由 2.975% 下降至 2.364%；10 年期债券下移 61 个基本点，收益率由 4.013% 下降至 3.4%；30 年期债券下移 48 个基本点，收益率由 4.923% 下降至 4.447%（见图 3－7）。

因此，投资者要时时对收益率曲线形态变化进行分析，以便根据收益率曲线形态的变化，随时调整投资策略。一般来讲，收益率曲线形态的变化有四种可能性，即平移、趋直、变陡和反转。

1. 平移变化

所谓收益率曲线平移变化，是指收益率曲线的形状不发生变化，变化的只是收益率曲线在坐标中的上下位置，也就是说，所有债券的收益率以同等幅度向同一个方向发生变化，发生这种变化后，原来是常规形态收益率曲线仍为常规形态的收益率曲线。例如，原收益率曲线中包括 5 种不同期限的债券，如 1 年期，收益率为 2%；2 年期，收益率为 3%；5 年期，收益率为 4%；10 年期，收益率为 5%；30 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

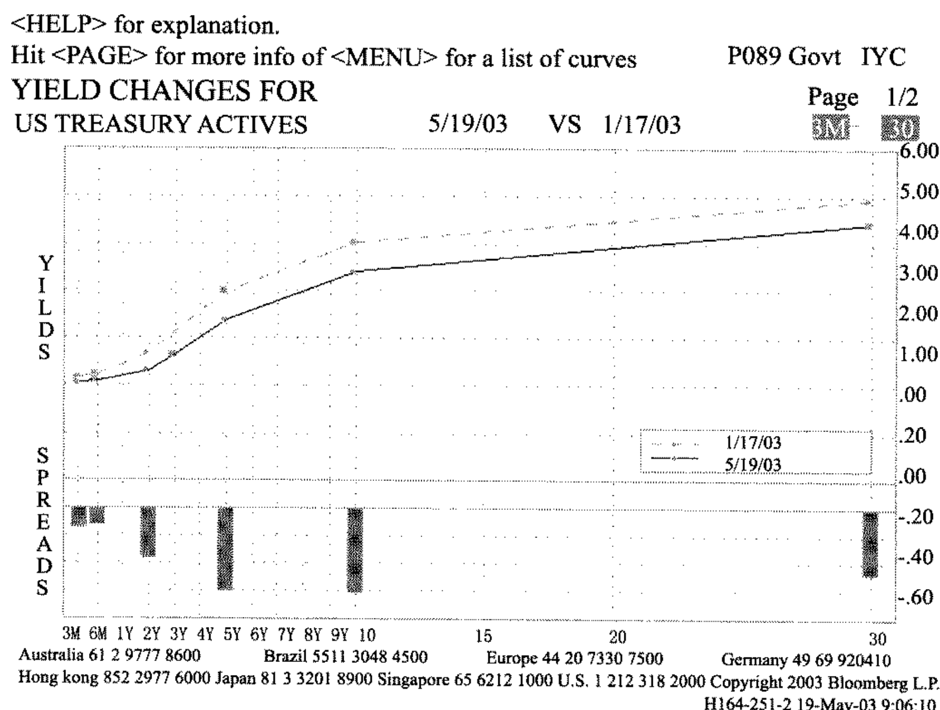


图 3－7　2003 年 1 月 19 日与 5 月 19 日美国收益率曲线形态变化图

期，收益率为 6%。如果所有期限债券的收益率同时下降 10%，新的收益率曲线中的 5 种债券的收益率分别为：1 年期，收益率为 1.8%；2 年期，收益率为 2.7%；5 年期，收益率为 3.6%；10 年期，收益率为 4.5%；30 年期，收益率为 5.4%。在这个例子中，由新的债券收益率所形成的收益率曲线的形态不会发生改变，但它会在坐标中平均向下移动 10%（见图 3－8）。

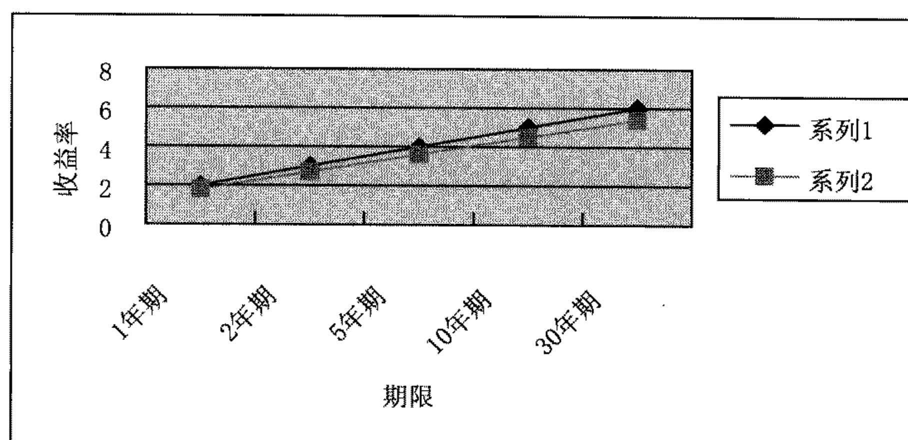


图 3－8　收益率曲线平移图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 趋直变化

所谓收益率曲线趋直变化，是指收益率曲线的一端保持不变，而另一端逐步向不变的一端靠拢，使收益率曲线逐步演变成为一条直线。例如，原收益率曲线中包括 5 种不同期限的债券，如 1 年期，收益率为 2%；2 年期，收益率为 3%；5 年期，收益率为 4%；10 年期，收益率为 5%；30 年期，收益率为 6%。如果 30 年期债券的收益率保持不变，而其他 4 个期限债券的收益率不断向 30 年期债券靠拢，假如其他 4 个期限债券的收益率分别变为：1 年期，收益率为 4.8%；2 年期，收益率为 5%；5 年期，收益率为 5.3%；10 年期，收益率为 5.5%。在这种假设的前提下，新的债券收益率所形成的收益率曲线的形态就会发生改变，新的收益率曲线就会由原来的正规形态收益率曲线演变成水平形态收益率曲线（见图 3－9）。

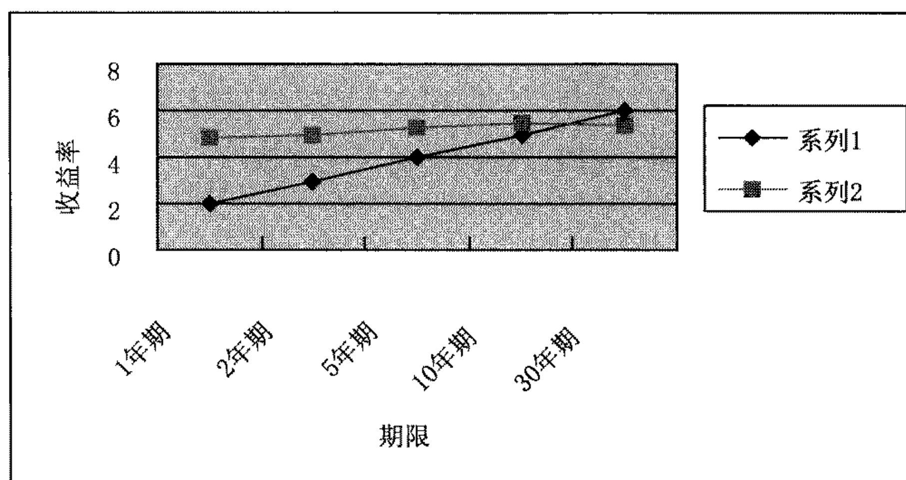


图 3－9 收益率曲线趋直图

3. 变陡变化

所谓收益率曲线变陡变化，是指收益率曲线的一端不发生变化，而收益率曲线的另一端则急剧向上或向下移动，使新形成的债券收益率曲线比原有的收益率曲线变得更加陡峭。例如，原收益率曲线中包括 5 种不同期限的债券，如 1 年期，收益率为 2%；2 年期，收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率为3%;5年期,收益率为4%;10年期,收益率为5%;30年期,收益率为6%。如果因市场预期发生了急剧变化,新的收益率曲线中的5种债券的收益率分别为:1年期,收益率为1.8%;2年期,收益率为3.7%;5年期,收益率为5.6%;10年期,收益率为6.5%;30年期,收益率为8%。在这个例子中,新的收益率曲线要比原有的收益率曲线陡峭很多(见图3-10)。

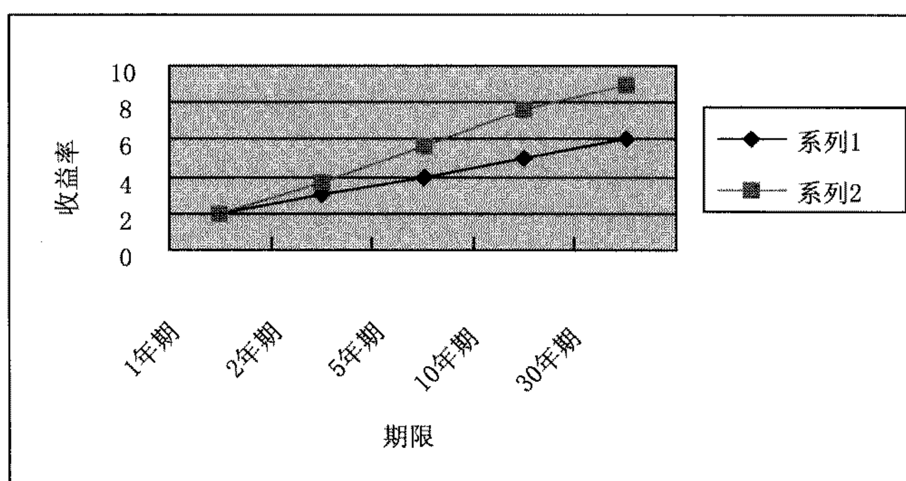


图3-10　收益率曲线变陡图

4. 反转变化

所谓收益率曲线反转变化,是指收益率曲线的两端均发生了大幅度的变化,收益率曲线中原来的高点逐步向下移动,收益率曲线中原来的低点逐步向上移动,使新形成的债券的收益率曲线的形态正好与原有收益率曲线形态相反。例如,原收益率曲线中包括5种不同期限的债券,如1年期,收益率为2%;2年期,收益率为3%;5年期,收益率为4%;10年期,收益率为5%;30年期,收益率为6%。如果因市场预期发生了急剧变化,新的收益率曲线中的5种债券的收益率分别为:1年期,收益率为6%;2年期,收益率为5%;5年期,收益率为4%;10年期,收益率为3%;30年期,收益率为3%(见图3-11)。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

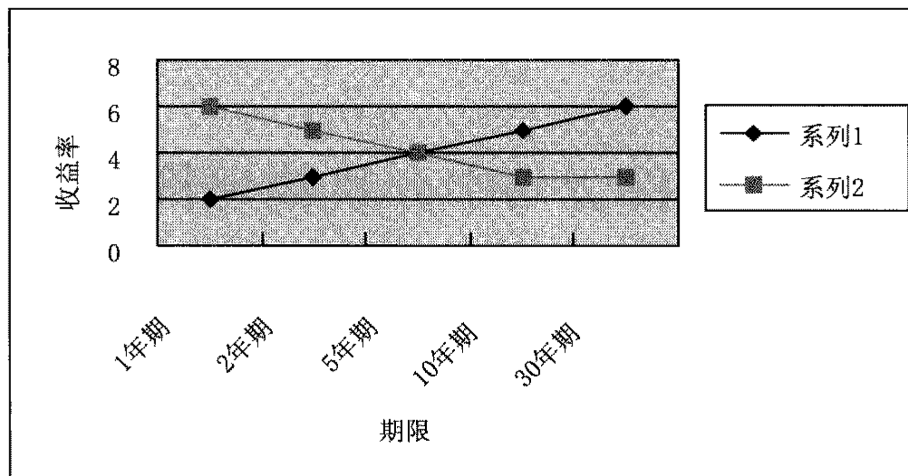


图 3－11 收益率曲线反转图

总之，由于外部市场经济环境不断发生变化，债券收益率曲线的形态也是始终处于变化之中，而且不同形态的收益率曲线是可以相互转的。因此，投资者要想在债券投资中立于不败之地，就必须时时研究收益率曲线的变化，并根据收益率曲线变化的趋势不断调整自己的投资策略。

（该文写于 2003 年。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券投资与中介机构评价

无论投资者投资何种债券都必须对市场有一个独立的判断，不能完全依赖评级机构、投资银行、会计师事务所的报告，由于有各种利益关系，这些中介机构的对债券的评级和评价只能作为参考，而不能作为投资的全部依据，因为，最终对债券风险的承担者是投资人而不是中介机构。

为什么中介机构的信息只能作为参考呢？因为，评级公司无论对国家主权的评级，还是对公司的评级都是根据自己公司对有关发行主体的财务状况的了解进行的，虽然有其独立性，但由于其掌握的数据不一定真实、全面，难免有偏差。评级公司在其评级报告中均会指出：评级公司对一支债券的评级并不代表对该支债券的买卖或持有的推荐，评级公司对一支债券的评级完全是根据从发行体、担保人、承销商以及评级公司认为可靠的信息来源获得的信息评定的，但评级公司并没有对信息的真实性进行审计和确认，评级公司可能会根据有关情况的变化调整、取消对原有债券的评级。同时，评级并不是对特定债券是否会违约的认定，实际上，AAA 级的债券也有违约的可能性，美国 AAA 级公司债券的年违约率为 0.1%，BBB 级公司债券的年违约率为 0.35%，B 级公司债券的年违约率为 3%。评级公司对发行体的评级展望分为正面、平稳和负面三类，但正面和负面的展望并不表示一定会调高或降低评级，平稳的也有可能被调高或降低评级，关键看形势的发展变化。

另外，由于其评级调整在很多时候具有滞后性，在很多情况下，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评级公司都是在重大事件发生后才调整对发行体的评级的，如美国世界电信公司出现虚假财务报表后，美国穆迪和标准普尔评级公司才大幅度降低对该发行的评级，即将其债券评级从原来的 B＋降到 CCC－，降了五级，这种降级对未来的投资者有参考价值，但对原来的投资者不仅无益，而且是冰上加霜。仍以美国世界电信公司为例，由于该公司虚假报表被披露，加上评级公司对其大幅度降级，使其债券投资者在 2002 年 6 月 26 日一天就损失 73 亿美元，使债券的价格从原来的 78 美分降到 14 美分，使该公司原来发行的面值 280 亿美元的债券的市值降到 42 亿元。就是这样一个潜亏巨大的公司，在 2001 年还发行了 119 亿美元的债券，该金额是美国历史上一家公司单笔发行额最大的债券，该债券的主承销商为花旗银行、所罗门公司和 J. P. 摩根。在 2001 年 2 月 27 日时，标准普尔评级公司给该公司的评级为 BBB＋，2002 年 4 月 12 日仍为 BBB。根据标准普尔的评级规则，BBB 是投资级债券。而 2002 年 6 月 26 日标准普尔将该公司的评级降为 CCC－，即垃圾债中的最低级。仅仅两个月的时间，变化如此之大，如何让投资者回避风险！其他评级公司也大同小异。

安然公司倒闭以后，美国民主党参议员杰斯福和其他一些立法机构人员开始谴责评级公司没有提前对安然公司的破产提出警告，美国证券监督委员会也正在研究如何监管评级公司。美国三大评级公司 Fitch、Moody's 和 S&P 在美国的地位非常特别，美国证券监督委员会准许评级公司不公布其对公司进行评级时所遵循的规则，同时，根据美国现行证券法律，评级公司不对自己评级的结果负法律责任。在实际发债过程中，无论是发行体还是承销商均希望评级公司给债券一个较高的评级，评级公司每次要向被评级的公司收取 2.5 万美元到 12.5 万美元的评级费用，没有哪一家企业希望花钱买一个较低的评级。所以，评级公司与被评级的企业有明显的利益冲突。

投资银行也有利益冲突，他们只为了赚取承销和交易佣金，而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对投资者负责，如美国最近揭露的美国美林证券公司的分析人员，在2000年高科技股泡沫时，一边在公司内部的谈话中将自己推荐给投资者的股票称为垃圾，一边对投资者发布投资价值分析报告，竭力推荐被自己称为垃圾的股票，结果广大投资者血本无归。纽约州检察长斯皮策对美林证券进行了为期10个月调查后，指控该公司为获得高利润的投资银行业务，其股票分析师将自视为垃圾的股票向投资者推荐的指控。2002年5月21日，美林公司正式与斯皮策达成了和解协议，作为和解的一部分，美林同意支付1亿美元罚款。投资者针对美林公司及其分析员不当行为的集体诉讼仍在进行。与此同时，所罗门美邦、摩根士丹利、瑞银华宝也在被监管当局调查之中。美国证券管理委员会于2003年4月28日对十家华尔街投资银行做出了14亿美元的处罚，其中4亿美元将用于补偿投资者损失。

美国证券交易委员会2002年4月初对施乐公司提起了民事诉讼，称其存在欺诈行为。美国证券交易委员会指称施乐在1997至2000年期间，采取会计操作将税前利润人为抬高15亿美元，而毕马威在施乐的财务报告上加盖了审计通过的印章。2002年5月中旬，美国证券交易委员会对安永会计师事务所提起指控，称安永会计师事务所在20世纪90年代末同 PeopleSoft Inc. 签订了赢利性行销协议，这妨碍了该会计公司对这家上市公司的账目进行公正审计，而公正审计是受到联邦监管机构监管的一项职责，目的在于保护投资者利益。会计师事务所更是不能相信和依赖，美国安然公司多年进行虚假报表，而安达信是只管收钱签字，根本不认真地对公司财务的真实性进行核对和审计，而且在美国政府进行调查此事时，安达信还销毁证据。2002年世界电信公司的虚假报表也是安达信审计的，同样没有发现其虚报30多亿美元的利润。会计师事务所之所以如此不负责任，主要是有利益关系，他们一方面对公司进行审计，另一方面还给公司提供管理咨询，有的还负责推销计算机软件，都忙着挣钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，哪还有时间过问财务的真实性（参见表 3－14）。

表 3－14 2001 年度美国五大会计师事务所收入构成表

公司名称	全球收入（10 亿美元）	美国收入（10 亿美元）	审计收入（占比）	税收服务	公司咨询
Deloitte &Touche	12.4	6.1	33%	21%	35%
PricewaterhouseCoopers	19.8	8.1	35%	20%	31%
Arthur Andersen	9.3	4.3	43%	31%	26%
Ernst & Young	9.9	4.5	58%	39	0
KPMG	11.7	3.2	62%	38%	0

资料来源：Bloomberg Markets 2002 年第五期。

据 Bloomberg Markets 统计，自 1996 年以来，美国有 673 家上市公司破产，其中 54% 的公司在破产前都没有被会计师事务所发出警告，因为会计师事务所害怕失去客户（参见表 3－15）。

表 3－15 美国八大破产公司及破产前的审计意见对照表

被审计公司	会计师事务所	审计时间	破产时间	审计意见	股东损失（10 亿美元）
Enron	Arther Andersen	2/23/01	12/2/01	通过	66.3
Global Crossing	Arther Andersen	2/14/01	1/28/02	通过	26.6
Kmart	PricewaterhouseCoopers	3/13/01	1/22/02	通过	8.4
Comdisco	KPMG	11/7/00	7/16/01	未通过	7.9
Mcleod USA	Arther Andersen	1/29/01	1/30/02	通过	5.5
Federal－Mogul	Ernst & Young	2/1/01	10/1/01	通过	3.8
Finova Group	Ernst & Young	1/19/00	3/7/01	通过	3.5
Owens Corning	Arther Andersen	1/24/00	10/5/00	通过	2.5
ANC Rental	Arther Andersen	3/30/01	11/13/01	通过	0.3
Home Holdings	KPMG	3/27/97	1/15/98	未通过	不详

资料来源：Bloomberg Markets 2002 年第五期。

（该文写于 2003 年。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

债券市场投资中的20条箴言

债券投资最终收益如何,取决于投资者持有债券期间的市场利率走势和债券到期后能否按时得到兑付。如果投资者持有债券期间的市场利率不断上升,也就是说,市场上新的同期限的投资工具的利率高于投资者持有的债券的利率,那么,投资者所持有的债券的市场价值就会下跌。如果投资者投资的债券的票息很高,但如果本金不能到期收回,投资者最终还是会得不偿失。因此,市场风险和信用风险是债券投资者始终面临的两个最重大的困难。为了尽量避免投资中不合理的市场风险和信用风险,在进行债券投资时,投资者应牢记市场中的投资箴言。

一、不要拿自己的本金冒险

债券是一种收益有限的投资工具,避免本金损失是投资成功的关键。因此,在投资债券时,要把债券的安全性放在第一位。判断一个债券是否可以投资的第一标准就是发行体的偿债能力,如果发行体信用不好,缺乏偿债能力,或者对发行体的情况缺乏足够的了解,或者对发行体的信用存在疑惑,投资者就应该否定对该债券的投资。在债券投资中要始终坚持宁缺无滥的原则。

二、不要被债券的高利率所迷惑

债券一级市场上的票面利率和二级市场上收益率均是由两部分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形成的，一部分是货币的时间价值，一部分为信用风险的补偿价值。一支债券的一级市场上的票面利率或二级市场上收益率如果比其他债券高，一般无外乎两种情况，即要么该支债券的期限长，要么该支债券的风险高。如果两支债券的期限相同，一支债券的一级市场上的票面利率或二级市场上收益率比另外一支高，从债券利率形成的机制就可以断定，高利率那支债券的利率高出部分为该支债券的风险补偿价值。高收益的背后一般会隐藏着高风险，对此，投资者必须有一个清醒的认识，千万不要因为债券的表面利率高就盲目进行投资。

三、对债券发行体的偿债能力分析要以经济萧条期为主，而不应是繁荣期

投资者在进行投资决策时，要对发行体所在国家及世界经济的发展周期有一个清醒的判断，经济周期与投资风险的关联性是非常强的。在经济周期曲线的不同位置上，投资者所承担的风险是不一样的，在经济处于上升时期，市场普遍繁荣，工厂开工率普遍较高，产品销售旺盛，失业率低，居民购买力旺盛，企业现金流充足，企业虽然筹资量很大，但偿还债务一般都比较顺利，所以，在经济上升时期，投资者承担的信用风险相对较小；但事情都是一分为二的，在经济处于上升时，经济的增长会掩盖许多问题，如企业资产发展过快，企业债券负担过重等，同时，由于发行体能够及时偿还到期债券，信用风险往往被投资者忽视，但是，一旦经济进入衰退期，情况就完全是另外一个样子了，商品滞销，企业开工率下降，库存增加，失业人员增加，居民购买力下降，企业现金流缺乏，股票市值下跌，信用评级下降，再筹资成本增加等等，总之，在繁荣时期被掩盖的矛盾和问题都会逐一被暴露出来，不少公司会因无力偿还债务而陷入破产。美国就是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个很好的例子，由于高科技的带动，美国经济在20世纪90年代保持了长达10年的持续繁荣，甚至一些经济学家认为经济周期理论已经因新技术的出现而过时了。但事情的发展并非如此，美国在进入21世纪的第一年就陷入了衰退，2001年美国有255家上市公司破产，向法院申请破产保护的资产共达2600亿美元，几乎是过去10年纪录的3倍。美国在20世纪最后10年的经济繁荣和股市泡沫，使许多公司的负债过于庞大，使许多公司对赢利能力过于乐观，在经济狂欢之后，需要有一个调整期，需要有人对狂欢现场进行清理。因此，一般来讲，经济繁荣之后必有一个下跌和调整时期，在这个时期进行债券投资的风险是非常大的。

四、要走在市场前边

在同样的债券市场和相同的时间内，不同投资者的投资收益往往是不一样的，有的投资者利润丰厚，有的投资者则损失严重。投资者的投资结果之所以会出现较大的差别，一个很重要原因就是投资者在市场变化时所处的位置不同，成功的投资者是市场的领头羊，即始终走在市场的前面，当其他投资者还没有建立投资仓位时，成功投资者已经先期买入，而当其他投资者纷纷跟进时，该投资者的投资回报已经很高，也就是说，其他投资者的买入正好为领头羊平仓提供了充足的流动性；而不成功的投资者则总是被动地跟着市场跑，该类投资者总是在看到债券市场价格上升时开始买入债券，而且债券价格越高，买入的债券数量越多，与此同时，该类投资者总是在看到债券市场价格下降时开始卖出债券，而且债券价格越低，卖出的债券数量越多。

因此，成功的投资者总是在价格发生反转之前买入或卖出债券，即始终走在市场变化的前边，在市场变化前边的投资者不仅投资主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动，而且市场为其提供的流动性好，投资收益很容易变现。而不成功的投资者总是在价格发生反转之后买入或卖出债券，即始终走在市场变化的后边，走在市场后边的投资者不仅投资被动，而且其面临的市场流动性很差，不仅有收益时无法变现，有时想止损失也做不到。如两个投资者同时在1999年购买了美国世通公司发行的10年期债券，其中一个投资者在2000年1月份美国高科技股票泡沫破灭以前已经将该债券卖出，由于当时投资者对高科技公司趋之若骛，评级公司对该公司的评级还很高，结果该投资者不仅获得了较好的利息收入，而且还得到了资本溢价。但另一位投资者就没有这么幸运，当该投资者获知美国世通公司申请破产保护后，准备卖出自己投资的债券时，不仅债券价格已跌去90%，而且根本没有投资者愿意购买，结果只能本息无归。

五、放弃也许就是一种最好的选择

金融产品的价格最终都要反映价值、价格始终需要围绕价值变动是一个客观规律，任何违背这个规律的产品或市场都将会受到这个规律的惩罚。美国2000年那斯达克指数神话的破灭就是一个很好的例子，在2000年3月份之前，市场上几乎没有人会相信该指数会暴跌，尽管令美国人尊敬的美联储主席格林斯番多次发出高科技股票市场已经不理智了的警告，投资者仍然趋之若鹜。因为，买就赚钱，在短期利益面前，未来的风险被忽视了。结果，那斯达克股票的价格严重背离了价值，根据价格终将反映价值的规律，2000年3月以后，那斯达克股票市场的价格开始回归价值，到2002年6月5日为止，该指数已经从2000年3月份的5000点降至1595点。恶炒的结果必然是伤害和毁灭，这样的例子非常多。

2002年5月中国长期债券市场也出现了不理性的投机行为，长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期债券的价格已经严重背离价值,为债券市场的健康发展埋下了巨大隐患。以 2002 年 5 月 24 日起息的 30 期长期国债为例,中标利率仅为 2.9%,当时美国 30 年债券的收益率为 5.65%,中标结果远远低于市场对该期债券的理性预期。为什么说该期债券的投标结果不理性呢? 主要有这样几个理由:第一、该期债券风险指标较高,该期债券的久期(Duration)为 19.91。也就是说,利率变动一个百分点,该债券的价格就要变动 19.91 元。试想,如果利率在未来有所上升,债券的风险是非常大的。第二、中国经济在未来 10 到 20 年还会保持较高的增长速度即 7% 左右。从国内外发展的经验来看,一国经济的高速发展不可能长期伴随通货紧缩。中国 1998 年 4 月曾出现过通货紧缩,1999 年 5 月份最低,CPI 为 -2.27%。但该次的通货紧缩仅仅维持了不到两年的时间,在 2000 年 1 月,CPI 已经由负转为正,而且在 2001 年 5 月份 CPI 已升至 1.6%。由此可见,中国的通货紧缩不会长期存在,而且一旦反弹,速度也会很快。国内外市场分析人士均认为,中国 2003 年的 CPI 应在 1% 左右,这就说明中国已经没有大幅度降息的空间。而随着中国经济形势的好转,利率反转的可能性还是存在的。一旦利率反转,即使在几年(3~5 年)后,利率变动所造成的价格损失将超过债券持有人这几年获得的债券票息收入。第三、中国债券的供给非常充裕,供求矛盾将逐步缓解。随着债券市场的发展,发债主体将不断增加,债券数量将会不断扩大。因此,目前存在的供需矛盾将不会长期存在,供给的大量增加,必然导致价格的下降。第四、资金普遍宽松的状况不可能长期保持。随着周边市场的好转,银行贷款进度的加快,当时存在的资金全面宽松的状况将不会长期存在,资金价格的提高,必然导致持有债券成本的增加,目前存在的套利空间将不复存在。

通过分析可以看出,当时中国债券市场的投资者对 30 年债券的投标是缺乏理性的,而且事后的市场发展也证明该期债券的收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是非理性的，自该期债券发行上市以来，该期债券的市场价格始终低于面值，最低市场价格曾跌至 80 元左右。因此，投资者在进行债券投资时要按投资价值规律投资，对没有投资价值或风险过高的债券要学会放弃。债券投资的实践多次证明，有时候放弃就是一种最好的选择。

六、投资时要给自己留有余地

投资者在进行债券投资时，要始终给自己留有一定的回旋余地，不要自己把自己逼入绝境。在债券投资历史上，自己把自己送上不归路的案例时有发生，最著名的案例为美国的长期资本管理公司，该公司根据两位诺贝尔数学奖金获得者领导的研究小组提交的研究报告，将巨额资金投资于欧洲债券，以获取欧洲债券与美国国债收益率点差变窄而将产生的可观利润。但市场的发展并没有按两位诺贝尔数学奖金获得者预测的那样，欧洲债券与美国国债的收益率点差不仅没有在预定的时间内缩小，反而有所加大，结果美国的长期资本管理公司亏损严重，如不是美国中央银行出面周旋，破产是必然的。

债券市场的变化是不以投资者个人的意志为转移的，投资者既然不能改变市场趋势，最好的办法就是改变自己的投资行为，避免把投资当成赌博。为此，投资者在对市场分析和做投资决策时，不仅要考虑有利情况发生的一面，而且要考虑万一不利情况发生所造成的结果，要把最坏情况发生所导致的结果限定在投资者可以承受的范围内。

七、要给后来者留有获利空间

投资者在债券二级市场交易时经常遇到的一个困难，就是不知

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道在自己的投资出现较大的账面赢利时该不该平盘。在投资出现账面赢利时,投资者常见的心理就是既恐惧又贪婪。恐惧的是,如果不进行平仓,万一市场下跌,已有的账面利润就会减少或消失;贪婪的是,如果进行平仓,又担心市场继续上扬,从而失去赚取更高回报的机会。成功投资者的经验是,只要达到了自己的投资收益目标,就要及时变现,不祈求赚尽市场的所有利润,要为新的投资者留有一定的获利想象空间。

债券市场的大量实践证明,在市场处于上升时及时实现赢利是成功的投资者的一个重要法宝。为什么要在市场上升时卖出债券并实现赢利呢?因为,在债券上升时,市场的流动性是最好的,大量新的投资者的买入为已经赢利的投资者的变现提供了便利。新的投资者之所以愿意继续投资,是因为他们认为市场还会进一步上升。因此,如果市场有 30 元的赢利空间,成功投资者一般都会在赢利达到 20 元、最多 25 元时变现,将其他赢利空间留给新的投资者,这样做的目的并不是成功投资者乐善好施,而是为了其及时变现需要。因为,一旦投资者普遍认为市场已经没有了赢利空间,市场就会出现反转,卖出债券数量就会多于买入债券的数量,受供求关系的影响,债券的价格就会下跌,新的投资者就缺乏购买债券的意愿,债券的流动性就会出现问题,想变现的投资者就必须不断下调卖出价格,等全部债券变现时,实际赢利可能大幅度下降,甚至出现亏损。

八、要善于及时调整自己的策略

人非圣贤,孰能无过?在债券投资实践中,特别是在二级市场的自营性交易时,每一个投资者都会犯错误,也就是说都有可能发生亏损。投资者成功与否的关键不在于是否犯错,而在于犯错后的行为是否得当。成功的投资者之所以成功,在于其发现自己的错误后,能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

够及时分析原因,并采取果断措施去调整自己的投资策略,如一旦确认自己的判断与市场走势不一致,而且账面亏损已经到了自己预定的止损目标,能够果断及时止损,以从头再来。失败的投资者之所以失败,在于发现自己的错误后,不是及时分析原因,并在确认自己的判断与市场走势确实相反的情况后及时止损,而是不面对和承认现实,不愿意认亏,不愿意调整自己的投资策略,结果是错误越来越大,最后被市场淘汰出局。

九、对中介机构的报告要有独立的判断

中介机构的各种研究报告和评级报告是债券投资者进行债券投资的重要参考资料,投资者可以通过中介机构的研究报告和评级报告增加对发行体和市场的了解,为更好地进行投资决策创造条件。但大量的投资事实证明,投资者对中介机构不能不信,但千万不能全信。事实上,与投资者一样,中介机构受自身条件的局限性,不可能对市场变化和发行体情况有百分之百的了解,更不可能有百分之百的正确预测。同时,中介机构出于不同的目的,在很多情况下,中介机构对市场走势和发行体状况的分析和评价并不客观和公正。美国2002 年发生的公司信用危机就是一个很好的例证,会计师事务所为了自己的利益可以出具假的审计报告,投资银行为了赚取发行费用可以欺骗投资者,评级公司任意调整债券评级等。

投资者在进行投资决策时,可以参考中介机构的研究报告和评价报告,但不能盲从,而是要根据自己的经验、知识和风险承受能力,做出独立的投资判断。总之,由于投资者才是投资行为的最终承担者,因此,投资者每次投资都要对债券风险和收益有一个清楚的了解,使自己的投资始终为主动投资,而不是在中介机构的劝说下进行的被动投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十、投资要顺势而为

如果市场趋势把握对了，投资者在操作时即使犯了错误也不可怕，投资者还有机会来纠正；如果市场趋势把握反了，投资者在操作时越是不犯错误，就等于投资者犯的错误越大。假如债券市场的真正趋势是向上，也就是说，市场利率将下跌，债券的价格将上扬。如果投资者也判断市场的趋势向上，但投资者犯了一个操作性失误，即将手中的债券卖掉了，那么，投资者还可以再将债券买回来，可以继续分享市场趋势变化所带来的收益；如果投资者判断的债券趋势与真正趋势相反，那么，即使投资者在操作时一丝不苟，那么，该债券投资者最终还是会铩羽而归。

十一、先卖是最好的卖

在二级市场交易过程中，投资者要随时分析债券市场的外部环境和发行体自身情况的变化，特别是利率走势和发行体信用评级的变化，当市场利率和信用评级将要出现反转的时候，首先将自己持有的债券卖出的投资者才会将损失降低到最小的限度。例如，在 20 世纪末，美国高科技产业出现了严重的泡沫，代表高科技的纳斯达克股票指数在 2000 年 2 月 29 日最高曾上升到 4697 点，在高科技股票市场的带动下，一些高科技公司大量发债以进行公司扩张，美国世通公司就是一个典型的例子。如果在美国股票市场出现非理性繁荣时，投资者能够洞察市场风险，提前卖出世通公司的债券，就能够及时避免后来世通公司破产保护所造成的投资本金风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十二、买预期，卖事实

宏观经济指标是一国经济的一个晴雨表。它从各个不同的侧面反映出整个经济活动的效率，从而决定短期或中长期的汇率、利率走势。由于当经济处于衰退的边缘或即将复苏的前夕这一重要的分水岭阶段，市场对于综合反映经济实际发展状况的数字特别注意，经常是在重要数字公布的当天，甚至几天以前，市场的参与者就开始“炒数字”了。所谓“炒数字”，就是投资者根据对未来市场预期变化而进行的投资策略的调整。例如，在 2003 年 5 月份，由于美国的主要经济数字不理想，市场普遍预期美国中央银行会在 6 月 25 日召开的公开市场会议上进一步下调联邦基金利率 25 至 50 个基本点，所以，投资者大量买入美国债券，从 5 月 2 日到 5 月 28 日，美国 10 年期债券的收益率从 3.94% 下降为 3.42%，下降了 52 个基本点。从以往的经验来看，如果在 6 月 25 日召开的公开市场会议上，美国中央银行者的下调联邦基金利率 50 个基本点，市场在美国中央银行降息后又没有新的预期，投资者反而会卖出债券，实现赢利。

十三、要时刻关注中央银行的风向标

中央银行是一国货币政策的制定者和执行者，中央银行货币政策的松紧，将直接影响货币供应量的多少，而货币供应量的变化又直接影响着市场利率的变化，因此，中央银行的一举一动都将会对债券市场产生巨大的影响，投资者要想在债券市场上处于主动地位，就必须随时关注中央银行的风向标，并根据中央银行风向的变化，及时调整自己的投资策略，只有这样，投资者才能避免趋势性错误。

除了关注中央银行的货币政策导向和利率调整措施外，还要关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注中央银行的公开市场业务行动，中央银行为了回笼货币或投放货币，经常会通过债券的买卖来实现，而中央银行买卖债券的结果，必然改变债券市场的供求，从而影响债券市场收益率的走势。以我国为例，从1998年开始，中国人民银行开始在二级市场上买卖债券，到2002年底，共买入债券1633亿元，卖出120亿元，净买入1513亿元，涉及债券品种达60多支，其中，2002年9月3日和9月10日两次买入的由财政部2002发行的30年期债券对债券市场价格影响重大。该债发行时，因市场传闻中央银行将降低利率，使该债券的中标利率为2.9%，但中央银行在该券上市后并没有调整利率，而且在2003年9月和2004年4月两次提高存款准备金率，结果债券的二级市场价格一上市就出现下跌，在2004年4月21日，该债券最低跌至64元左右，即收益率为5.39%，中央银行为了防范系统性风险，先后两次按98.04元和98元买入78亿元债券。再以美国债券市场为例，在2003年5月中旬，美国10年期国债收益率在20天内下跌了59个基本点，10年期债券的收益率一度下跌至3.29%，该收益率为1958年以来的最低点。美国债券价格在2003年5月份之所以会出现大幅度上涨，主要理由均与美国中央银行有关，一是市场预期美国中央银行将进一步下调利率；二是美国中央银行主席格林斯潘表示，如果中央银行将短期利率下调至零以后，美国经济仍然没有复苏，美国中央银行有可能通过直接购买10年期以上债券的方式来降低长期利率。

由此可见，如果说债券市场上有庄家的话，中央银行就是最大的庄家，投资者千万不能和庄家作对。

十四、市场供求影响二级市场价格

发行体融资需求的变化，将直接影响债券市场上供求双方关系的变化，而供求双方关系的变化，将直接影响债券价格和收益率的变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化。所以,投资者要时刻关注债券市场上发行体融资需求的变化,并根据其及时调整自身的投资策略,只有这样,投资者才能立于不败之地。

例如,在2001年10月31日,美国财政部宣布今后将不再发行30年期的国债,美国30年期债券是从1977年开始发行的,一直是美国长期债券市场上的基准利率。受美国政府取消30年期国债的影响,二级市场上的30年期美国国债的价格应声上涨,收益率连续下降,使美国30年期国债的收益率从2001年10月份的5.21%下跌至2003年5月30日的4.34%,该收益率为1958年以来的最低水平。

十五、要充分理解自己要投资的债券

债券的风险来自于债券的组成要素,组成债券的要素不同,对投资者的风险也是不一样的。除了债券的期限、金额、发行方式、票面利率、最终收益率等基本条件外,投资者还要重点了解并理解以下几个方面:

1. 债券的信用保证条件

因为,不同的债券因发行条件不同而导致的信用风险是完全不同的。如果发行体发行的是信用债券,而且没有其他有实力的机构对发债进行担保,那么,投资者投资债券的全部风险均取决于发行体,在这种情况下,投资者要对发行体的信用进行自己的评价,如果发行体的信用能够满足自己的信用风险要求,则可进行投资,反之,则放弃投资;如果发行体发行的债券是信用债券,但有第三方提供无条件担保,那么,投资者除了对发行体的信用状况进行了解外,关键是要对担保单位的信用实力进行了解,因为,担保单位是该类债券信用风险的最后一道保障;如果发行体发行的是资产抵押或资产证券化债券,投资者面临的信用风险则不是发行体而是债券背后的资产状况,投资者除了对发行体

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解之外，关键是要对债券所代表的资产的质量、现金流情况等进行了解，并根据自己掌握的信息决定是否投资。

2. 是否含有期权等衍生工具

这里指的衍生工具主要是指债券中是否有买权（Call Option）、卖权（Put Option）、封顶（Cap）、保底（Floor）等。含有不同衍生工具债券的价值是不一样的，投资者在进行债券投资时，一定要对衍生工具的意思、价值、风险有一个全面的了解，否则，就可能遭受意想不到的损失。

3. 债券的合规性

对于债券发行实行管制的国家，每一笔债券都需要经过相关的管理部门进行审批，只有获得相关部门审批的债券才能对投资者进行销售，否则，债券即为不合法，不合法的债券是不受法律保护的。因此，投资者在进行债券投资时，一定要把债券的合法性放在审查的第一位，对没有合法手续的债券坚决不进行投资。1998 年，原广东省国际信托投资公司因资不抵债，依法宣布破产，在进行债权债务登记时，投资者发现，原来有几支由原广东省国际信托投资公司在境外发行的外币债务并没有获得国家有关部门的批准，投资者因此无法依法行使债权人权利。对投资者来讲，这是一个惨痛的教训。

十六、要用定量分析的结果支持定性的决定

债券投资不是一种简单的经验投资，更不是赌博。债券的收益指标、市场风险指标、信用风险指标以及新增加投资对投资者整个债券投资组合的影响等都是可以计算出来的，在投资债券时，投资者的决策要建立在科学的计算数据基础上，投资决定要有数据去支持，而不应该简单凭经验和运气进行投资。因此，投资者在进行任何一项债券投资时，都要有一个债券计算器在手，随时用债券计算器计算的结果帮助投资者进行决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

十七、债券价格变化幅度与债券的期限呈正比

在市场利率发生变化时，不同期限的债券的价格变化幅度是不一样的，债券的期限越长，价格变化幅度越大，债券的期限越短，债券的价格变化幅度越小。因此，不同期限债券的市场风险是不一样的，投资者对此必须有一个清楚的了解。如果预期利率处于一个下降的趋势，投资者就应该投资期限比较长的中长期债券，一旦利率真的下降，投资者就会获得比较多的资本性收益；反之，如果利率没有根据投资者的预期变化，即利率不但没有下降，反而上升，投资就会发生比较大的资本性损失。

十八、杠杆交易是一把双刃剑

为了用较少的资本投入赚取尽量多的利润，在债券市场上，投资者可以通过杠杆交易方式，所谓杠杆交易，即投资者将投入的资金购买债券后，再用已购买的债券作为抵押融入资金，然后将融入的资金再买入债券，如此反复操作，投资者开始投入 100 元资金在债券市场，最后可以变相持有数倍于 100 元的债券资产。如果投资者对市场走势判断正确，那么，投资者就可以得到数倍于 100 元投资的收益；反之，如果投资者判断失误，所造成的亏损也会数倍于 100 元的投资亏损。杠杆交易是一把双刃剑，获利时可以加倍，亏损时同样能够翻番。因此，投资者在使用杠杆交易时，一定要对其风险和收益有一个系统的了解和分析，要把风险控制在自己可以承受的范围之内。

十九、税率也影响债券的收益率

在债券市场上，政府对不同债券发行体征收的债券票息税率是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不一样的。以我国为例，根据《中华人民共和国国债条例》，对财政部代表国家发行的国债免受利息所得税和营业税，因此，投资者投资国债所获得的债券票息收益即为税后收益。但是，如果投资的是企业债券，投资者就必须按规定的税率缴纳债券利息所得税和营业税。因此，在选择债券时，投资者不仅要看债券票面利率的高低，而且还要看债券是否要缴纳利息所得税和营业税。因为，对投资者来讲，最关键的是投资的税后收益，而不是名义收益。

二十、违规等于自戕

市场经济是法制经济，一个投资者要想在市场上长期生存和发展，就必须做一个守法者，时时将自己的投资行为限制在法律许可的范围之内，否则，投资者就会自毁前程。在债券发行史上，美国所罗门兄弟公司违规承销已经成为哈佛大学的经典案例。1991 年 5 月，美国财政部通过招标方式发行 120 亿美元 2 年期债券，按美国财政部的招标规定，每一个一级自营商自营性投标量不得超过发行量的 35%，但一级自营商除了自营性投标外，还可以代自己的客户进行投标，每一个客户的投标量也必须控制在 35% 以内。美国所罗门兄弟公司为了垄断和控制该期债券，在投标时，在没有客户委托的情况下，所罗门兄弟公司用自己和客户的名义分别进行了投标，所罗门兄弟公司最后中标 106 亿美元，几乎控制了该期债券的价格。在市场参与者纷纷指责所罗门兄弟公司的同时，美国财政部和美国联邦储备银行对所罗门兄弟公司的投标行为进行了调查，发现所罗门兄弟公司确实违反了国债投标规定，美国财政部取消了所罗门兄弟公司的一级自营商资格。投标丑闻发生后，所罗门兄弟公司的债券业务受到了灾难性打击。

（该文写于 2002 年。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分 风险控制

【要点】

风险管理是一个老生常谈的话题，在理论和方法上已没有多少新意。但在现实业务中，风险管理始终是一个棘手的问题，即使以风险管理科学、严格著称的花旗银行、瑞穗银行、美林证券、美国银行、摩根士丹利等欧美金融机构，在 2007 年引爆的美国次按揭(Subprime)证券化业务中都亏损严重。据有关资料介绍，花旗银行因次按债券危机需要核销近 200 亿美元，美林证券已经核销了 80 亿美元，而这些已经核销的损失仅仅是次按危机的冰山一角，尽管风险还没有充分暴露，瑞穗银行(UBS)的首席执行官 Peter Wuffli、美林证券的首席执行官 Stan O'neal 和花旗银行的首席执行官 Prince 均已为此丢官。

由此可见，知易行难是风险管理的永恒特点，无数风险管理政策和工具失效的实事证明，风险管理不仅仅是一个技术问题，不仅仅是一个在值风险(VAR)、情景分析、压力测试等定量分析问题，而是一个如何有效平衡远期的、潜在的风险和现实的、确定的收益的战略问题，而是一个企业的风险管理文化问题。如果没有一个良好的企业风险管理文化，再好的风险管理系统，也无法避免为获取短期利益而过分承担潜在的巨额损失的事件发生。

在欧美的大银行中，从事风险管理模型设计和运算的数学、计算机、高分子化学、物理学博士比比皆是，这些精英原本就是研究自然界奥秘的高手，如果需要的话，他们可以设计出一般银行从业人员看不懂的模型并模拟出任何管理者希望看到的数字。但如果没有专业的风险价值判断，这些数字仅仅是数字而已，关键是管理者如何看待和运用这些数字！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险管理 知易行难

——论建立风险管理文化的难点与对策

东南亚金融危机发生以来，风险管理的重要性已被越来越多的人士所认识。每一个金融机构都在谈论风险和风险管理，都认识到了"金融之水"可以载舟，也可以覆舟。但如何真正把风险管理落到实处又不是一件容易做的事。以美国为例，美国是世界上金融业最发达的国家，美国的金融机构向来以风险管理严格而闻名于世，但在1998年发生在俄罗斯的国债风暴中，几乎所有的世界知名金融机构均没有逃脱厄运，美国长期资本管理公司还险些丧生，美国著名的投资银行美林证券的全球风险管理委员会主席不得不在俄罗斯的巨额亏损案件中而引咎辞职。由此可见，即使对向来以内部运作规范、风险管理技术高超自居的美国金融机构来讲，真正把风险管理工作做好也不是一件容易的事。

金融机构的风险管理已经成为国际社会的重要议题。1998年5月15日在英国召开的七国集团和俄罗斯的财政部长会议上，财长们第一次专门对防范金融风险问题进行了讨论，并提出了避免金融危机重演及改善全球金融体系稳定性的十条建议即：增加透明度（包括货币及金融政策、会计、金融市场及公司管理）及数据公布；为全球整合及资金流动做好准备；加强国家金融体系；使私营部门对本身的借贷负责；强化国际金融机构的角色和合作；各国之间加强监管信息交流；金融服务监管人员增加沟通；交易所增加信息交流；确保交换资料保密；取消防碍监管信息交流的法规。由此可见，及时化解金融市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场风险、避免因金融机构倒闭而给全球经济带来灾难性的影响已成为一个世界性问题。

中国正在进行市场经济改革、正在融入世界经济的大循环之中，中国金融机构面临的风险更复杂，它不仅要面对完全市场化的国际金融市场巨幅波动的冲击和实力雄厚、训练有素的国际金融机构的竞争与挑战；还要面对市场规则缺乏、竞争无序的中国金融市场环境；同时还要面对自身管理落后、机构庞大的现实。

“三座大山”已使中国金融机构没有了退路，不是在压力下重生，就会在竞争中被淘汰出局。因此，化解国内金融机构的风险、提高国内金融机构自身素质和竞争能力就变得非常紧迫。

风险管理为什么这么复杂难做呢？风险管理为什么说起来容易做起来这么困难呢？除了客观因素（如国际金融市场上汇价的过分动荡、全球经济的一体化等）外，从金融机构内部来讲，我认为主要是由以下原因造成的：

1. 风险管理与公司收益的矛盾是风险管理难以落到实处的重要原因

风险管理是公司花钱买保险，在金融机构平安无事时，人们总认为保险费是一笔无回报的投资。在很多时候，风险控制是一项吃力不讨好的工作，从事业务的人员为争取客户，为争取一笔业务，往往希望公司能够给予融通，特别是当一笔业务收入诱人时，坚持公司的风险管理原则是一件困难的事情。当风险管理的人员坚持原则时，从事业务的经办人员、部门负责人甚至主管业务的公司领导都会找各种借口去证明那项业务是安全的。在这种情况下，公司的风险管理部门就很难照章办事，风险管理的制度和规定就变成了一纸空文。

2. 业务创新与管理滞后的矛盾是风险管理难以有效实施的又一重要原因

风险管理的措施都是在风险事实发生后而制定的。在现代经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

社会,金融创新不断,特别是20世纪80年代以后,衍生金融产品的大量出现,使风险管理变得更加困难。因为,许多金融产品都是多种金融工具的有机组合,而且还有许多前提条件,如外汇存款业务,在20世纪80年代以前,该业务很简单,存款利率是预先知道的,市场风险是确定的。但20世纪80年代后,一些金融机构为了活跃外汇存款市场,在外汇存款原有因素利率之外,又加上了一个汇价因素,即在一定期限内,如果一种货币对另一种货币(如美元兑日元)汇价达到一定水平,存款利率就可以翻番,反之,如果汇价没有达到双方确定的水平,存款就没有利率,有的甚至还要亏损一定的本金。因此,风险管理人员是很难在风险事实发生之前对风险做出准确界定的。另外,一般来讲,从事风险管理的人员对具体业务的了解程度远远不如业务人员,特别是对衍生产品的理解更是困难。在这种情况下,风险管理部门只能听从业务人员对该项业务的风险估测了。

3. 风险的不确定性和收益的可预见性矛盾是风险管理知易行难的根本原因

在实际业务操作中,要想对一项业务的风险做出精确的判断几乎是不可能的。如投资银行在承销业务中,一笔业务承销失败的百分比是很难确定的,但承销失败的可能性确实存在,也就是人们常讲的不怕一万,就怕万一。风险管理难就难在“万一”上,因为,谁都不知道“万一”在什么时候出现,风险管理部门也不例外。以香港百富勤为例,他们在1997年以前,债券的承销业务赢利很高,许多承销项目都很成功,而且每次债券承销的收益都是事前可以确定的,业务人员用简单的乘法就能算出确定的收入金额。但对承销失败的可能性却无法进行精确的计算。因此,从客观上讲,风险管理部门在拥有充分的理由之前,是无法强制性地停止公司的一项债券承销业务。

业务收入的确定性和风险的不确定性的矛盾就使风险管理变得进退两难,如果风险管理人员一味强调风险,不但会影响公司业务开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展,影响公司收入,而且会使业务人员失去进取精神,甚至影响到风险管理人员自身的利益;但如果只讲收益,不管业务失败的可能性,一旦一笔巨额承销业务失败,就可能导致整个公司的倒闭。风险管理的度是很难掌握的,风险的界限是很模糊的。风险管理部门也不可能按一个统一的标准进行风险管理。还以债券承销为例,在利率向下时,债券市场的产品就很好销,反之,在利率上升时,债券产品就很难销。因此,即使是同一个企业的债券,发债的时机不一样,承销商的承销风险就完全不同。

4. 短期利益和长期发展的矛盾也是风险管理难以有效进行的重要原因

在现代金融体制下,金融机构的所有权和经营权一般都是分离的,也就是说,在一线从事具体工作的人员大多是雇员而非金融机构的所有者,而且雇员的收入是与其给公司带来的效益挂钩的,即所谓的“论功行赏”。因此,这些工作人员在进行具体业务操作时,就很难要求他们对公司的长远发展负责。以英国巴林银行为例,它破产的原因很多,但一个很重要的原因就是里森能给公司的雇员带来奖金,至于其奖金的背后是否蕴藏着巨大的风险?是否对巴林银行的长远发展不利?巴林银行的雇员就不那么负责任了。否则,就很难理解具有 300 多年历史的老牌银行会被一个年轻的交易员葬送,就很难理解巴林银行总部多次对其新加坡分行进行审计而没有任何结果。

秋后算账、论功行赏是现代金融机构管理的一大法宝,特别是投资银行和证券公司更是首当其冲。客观地讲,这种按劳分配的工资原则对激励雇员的工作积极性起到了很好的作用,但同时也给机构本身的经营留下了风险隐患。业务人员为了取得高额奖金,往往会想尽一切办法使公司执行自己争取来的交易。在这种情况下,业务人员往往会自觉不自觉地夸大完成该笔业务所带来的收益,而对该业务所隐含的风险轻描淡写。业务人员短期利益与公司长期发展的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

矛盾也是风险管理难以落到实处的重要原因。

5. 业务人员和管理人员目标差异的矛盾也是风险管理难以顺利进行的重要原因

在根本利益一致的前提下，业务人员和风险管理人员的具体目标是有差异的。业务部门是公司的赢利中心，公司成立其部门的目标就是给公司赚钱；而管理部门则是公司的成本中心，公司成立这些部门的目的就是为了保证公司的正常运转，使公司不出问题。因此，两类部门在考虑问题时的侧重点是不一样的。

业务人员的主要工作是要给公司带来业务，是要将业务做成，并为此给公司创造收益。而风险管理人员的主要任务是保证公司所从事的业务不出问题，至少是不出大的问题，双方考虑问题的角度是不同的。这也给风险管理带来了难度。业务人员为了做成自己辛辛苦苦争取来的业务，会自觉或不自觉地缩小该项业务的风险系数，而风险管理人员又不可能对业务的每一项细节都做认真的调查，因此，公司在从事一项业务时，就不可能得到有关业务的全部信息，在这种情况下，公司对一项业务的风险方面的判断就不可能全面和准确。

6. 原则性和灵活性的矛盾是风险管理难以落到实处的又一重要原因

任何现有的风险管理制度都是对原有业务的规定，是对原有业务经验和教训的总结。但现代金融业发展迅速，不断有新产品出现，如何对新业务进行风险管理呢？这就有一个原则性和灵活性的矛盾。在现实工作中，常常遇到开拓新业务和风险管理方面的矛盾，这就需要对双方找到一种平衡，它既能使新业务得到开展，又能对其风险进行合理估价并进行必要的防范，这确实是一个困难的事情。如果坚持原则，很可能使新业务无法开展，使公司失去客户和业务收入；如果放任新业务的开展，又可能给公司带来很多的风险。在这种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况下，什么样的度合适？这是一个非常困难的事情。

除了上述金融机构普遍存在的共同困难外，中国金融机构还有自己的特殊困难：

1. 金融市场的高度计划性和企业行为市场化的矛盾使中国金融机构风险管理变得更加困难

中国的金融市场仍然是计划经济的管理模式，资金的筹措和运用完全是行政计划性的，金融机构几乎没有任何自主权（最近，中央银行允许商业银行对中小企业的贷款有一定的利率浮动，这是一个进步。不幸的是，浮动的幅度有上限，商业银行还是无法根据企业的信用来自由确定贷款的风险价格。因此，虽有进步，但步子不大）。而目前的企业行为已逐步市场化了，企业已不再由完全的国有企业所形成。企业的生存权（包括国有企业）基本上交给了市场。在这种情况下，金融机构对不同企业的贷款所承担的风险是完全不同的，根据高风险高回报的市场经济法则，对信誉不好企业的贷款利率就必然要高。但在现实生活中，中国的金融机构很难做到这一点，这就使中国的金融机构的风险管理更加困难。

2. 不发达的金融市场与金融风险管理需求多样性的矛盾使中国金融机构的风险管理处于心有余而工具不足的状态

中国金融市场的计划经济管理模式使得中国金融市场的金融产品极其匮乏，金融机构即使知道应该进行一些技术性的风险防范，也无法在金融市场上找到防范风险的工具。如中国债券市场极不发达，任何机构的发债都需要得到国家计委等单位的层层审批，而且政府是将债券指标作为一种恩惠进行分配的。在这种情况下，金融机构就很难根据自己的资产和负债结构，对自身的债务进行必要和适时地调整，即在利率较低时，金融机构多发行一些长期债券，以锁定利率风险；反之，在利率处于高位时，多发一些短期票据。总之，在金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

融市场仍然实行计划经济管理模式时，金融机构的风险管理难度就进一步加大了。

3. 落后的管理技术和现代金融市场瞬息万变之间的矛盾是中国金融机构风险管理面临的一大难题

现代金融市场的发展非常迅速，这就要求运用新的科学技术去实现风险管理。但在目前的中国金融机构中，风险管理的手段和技术均比较落后，金融机构最基本的管理数据（如存款余额、贷款余额、资产负债比例等）都无法做到时时更新。这就造成了一个企业可以在同一个金融机构的不同分行进行多次贷款，使金融机构的授信额度管理形同虚设。

4. 政策的易变性和业务的连续性的矛盾是中国金融机构面临的又一大难题

市场经济是法制经济，市场的所有参与者均应以法律规定为行动的指针。但由于中国的经济体制仍处于改革之中，市场经济所需要的法律和法规还不健全，因此，在很多时候，政府监管部门不得不用行政命令（政策）的方式来要求市场参与者。与法律法规相比，政策是比较容易变更的。政策的多变，就给金融机构的经营管理带来了困难，在很多时候，金融机构不清楚自己该做什么和不该做什么。

那么，如何才能使风险管理真正落到实处？我认为，就必须做到：

1. 使风险导致的损失与每一个人的切身利益挂起钩来

金融机构的高级管理人员实行持股制度是一个比较切实可行的措施。金融机构的每一个业务部门的负责人如果是公司的股东，他在进行有关业务决策时，就不仅要考虑公司当前的利益和自己当年的奖金，而且要考虑公司长远的发展和公司股票的长期升值。因此，在决策时，他就比较客观，至少不会故意缩小一项业务原有的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样，金融机构的管理层就会得到有关业务的客观信息，就能比较准确地对业务的利弊得失做出准确的判断。

2. 建立相互制约的管理体制

好的风险管理制度必须在管理体制上进行保证。如果没有好的管理体制，再好的风险管理制度也将成为一纸空文。那么，如何才能在体制上对风险管理制度的实施进行保证呢？

第一、业务的操作按职责严格分开，银行贷款业务中的审贷要分开，交易业务中的交易和清算要分开。

第二、风险管理部门和业务部门要有同等的待遇，也就是说，风险管理的最高负责人和业务部门的最高负责人具有同等的待遇，金融机构风险管理部门的最高负责人和业务部门的最高负责人必须都是由董事会任命，由董事会决定其工资和一切待遇，同时分别对董事会负责。这样，风险管理部门在审核具体业务的风险时就会无后顾之忧，就会减少外来干预。国内金融机构也都建立了风险管理部门，但有效发挥作用的很少，一个重要原因就是风险管理部门的负责人是由金融机构业务部门的最高负责人任命的，一旦金融机构业务的最高负责人失去风险意识或不愿遵守风险管理制度，风险管理的一切制度和制约机制都无能为力。

第三、报告体系要分开。前台业务汇报体系是向业务管理部门的负责人汇报，后台工作情况要直接向风险管理部门的最高负责人汇报。防止信息传递中的人为中断和信息截留。如果前后台的所有报告最后都到公司业务部门的最高领导人那里，在客观上就为信息的截留创造了条件，就会形成报喜不报忧。很多金融机构之所以一出问题就是大问题，一个重要原因就是金融机构的负责人截留有问题的信息。因此，我们要在机构设置上堵塞截留信息的漏洞，使金融机构的所有者能够及时得到所有业务方面的信息包括好的和不好的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 建立金融机构的风险管理文化

好的风险管理制度实际上是保护金融机构全体人员的利益。风险管理与业务发展并不矛盾。风险管理是为了更好地发展,反之,如果没有一个好的风险管理制度和措施,对金融机构的每一个员工都是有百害而无一益的。如万国证券是一个很有希望的公司,该公司拥有一大批优秀的专业人才,但由于没有一个好的风险管理制度和措施,所有的员工都深受其害;同时,也只有每一个人都对风险的危害性有了深刻的认识,每一个人都对自己所从事的业务认真负责,真正把公司的利益放在重要位置,风险管理才能落到实处。否则,再好的管理制度也不可能把风险管理好。

因此,成功的风险管理不是因为建立了严密的风险管理制度,而是拥有了良好的风险管理文化。从本质上讲,风险管理的成功与否,不取决于风险管理制度的完善与否,而是取决于风险管理文化的成功与否。风险管理不是风险管理部门几个人的事情,而是整个金融机构全体员工共同的责任。只有当金融机构的每一个员工都有风险意识和责任感时,它的风险管理措施才会有效,它的风险管理才会成功,它的生命才会长久。

4. 主动承担风险,清楚潜在风险的最大危害,防止风险黑洞的产生

金融机构的业务本身就是与风险相伴而生的,要从事金融业务,就不可能不承担风险。因此,成功的风险管理不是讲公司不承担任何风险,也不是说公司不出现任何问题,而是保证公司不出现灾难性的问题,有一套发现问题、及时处理问题的方法,避免公司业务中的风险黑洞的存在。所谓风险黑洞就是指公司对自己所从事的业务可能产生的损失心中无数。风险管理不是与业务部门为敌,风险管理部门与业务部门的关系不是警察与小偷的关系,而是相互支持、相互配合的保健医生和体检人员的关系,双方的共同目的就是及时发现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不健康因素，尽量使身体不出现问题或把风险限制在一个尽可能小的范围内，尽量不影响正常业务的开展。风险管理部门与业务部门一定要相互配合、支持和理解，双方在实际业务中要共同分析业务中可能存在的风险，共同想办法把业务中的风险降低。要做到这一点，就要求从事风险管理的人员懂业务，风险管理人员要与业务人员有进行沟通的能力和条件。

5. 要有一套切实可行的风险管理战略和战术

好的风险管理，不是局限于对每一项具体业务风险的管理，而是对公司整体业务发展战略和资产负债结构等全局性的问题进行分析研究，并提出一个整体风险管理框架，以使公司的整体业务处于安全之中。比如，公司的资产负债比例、高风险投资比例、在一家金融机构的最高资产或负债限额等，都要通过董事会决议的形式确定下来，为公司的发展指明方向。金融机构的风险管理要想成功，就必须先在大的业务方向上成功，否则，出问题就是大问题。一个金融机构的战略方向错了，战术再好，也不可能取得全局胜利。当然，战略方向对了，如果每一个具体战役都没组织好，也有问题。成功的风险管理就是要从大的战略方面着眼，从小的战术方面着手。

6. 要有一个简便易行、各负其责的风险管理程序

要想使风险管理落到实处，要想使风险管理不再是知易行难，金融机构除了有一个好的风险管理制度和风险管理文化外，还要建立一个简便易行、各负其责的风险管理程序，使每一个金融机构的工作人员均知道在做业务时应该遵守的程序以及自己所应承担的义务和责任。这样，当业务人员在争取业务时，就会主动与公司的有关部门进行联系，风险管理等有关部门会及时对该项业务的风险等因素进行评估，并指出公司不愿承担或不能接受的风险。业务人员在得到及时反馈后，就可以通过相应的措施去减少和避免公司在从事该项业务时承担的风险；这样，就可以避免许多无效工作，也会避免业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人员和风险管理人员在业务进行中互不通气的情况发生。因此，好的风险管理程序也是风险管理能够落到实处的重要条件。

7. 要对金融机构所处的外部经营环境有清楚和客观的认识

由于中国的金融市场还不成熟，金融机构的许多业务活动没有清楚的界限，为了防止金融机构陷入政策风险，金融机构要同制定法律法规的政府监管部门建立有效的沟通渠道。对政府部门控制的媒介机构发出的可能预示政策变化的信号要非常敏感并做出积极的反应，以减少或避免因政策变化而给金融机构造成不必要的损失。

总之，风险管理是一项复杂的系统工程。它不仅需要整个国际社会为金融机构的健康运作创造条件，而且需要金融机构自身加强内部管理，防止在风险管理上出现错误认识。如有的人认为，如果金融机构过分强调风险管理，就会限制公司业务的发展，就会影响公司利润的增加，不如等公司发展壮大了，再进行风险管理。还有一种观点是，只要给公司赚了钱，业务人员即使违犯了风险管理的规定也关系不大，特别是在金融机构的外汇交易、证券买卖中，这种观点更是普遍，他们认为只要交易员的头寸赚钱，超过规定的交易限额也没关系。大量事实证明，上述两种观点是非常错误的，它对风险管理有百害而无一益，它是风险管理中的大敌，也是导致金融机构(如巴林和万国)倒闭的重要原因。金融机构要想把风险管理落到实处，要想使金融机构能够长期地健康发展，就应该始终把风险管理放在与发展业务同等重要的位置，切不可在金融机构出现问题时再想起风险管理。

(该文写于 1998 年。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从1994年世界范围的衍生金融工具灾难谈我国金融机构风险控制

1994年英国巴林银行因交易员过度投机衍生金融工具而倒闭，美国奥兰治县政府由于从事金融衍生金融工具交易失败而造成20亿美元的巨额亏损，不得不申请破产保护。另外，国际上还有多家金融机构和跨国集团因使用衍生金融工具不当而发生巨额亏损的例子，如美国的大卫·阿斯金投资银行因错误使用衍生金融产品而损失6亿美元，日本东京证券公司因同样的原因损失3.2亿美元，中国的几家大跨国公司也因使用衍生金融工具不当而发生了超亿美元的巨额亏损，给国家造成重大损失。另外，还有许多公司为了保全声誉，发生了大额亏损而没有对外宣布。由此可见，1994年因使用衍生金融工具不当所造成的损失要比现在已公布的数字大得多。1994成了国际金融史上少见的衍生金融工具灾难年。

一、衍生金融工具发生大灾难的原因

衍生金融工具作为一种避免和分散风险的金融工具，在20世纪70年代已开始被市场接受和运用，它对企业防范、分散各种风险（包括市场风险、利率风险、汇率风险）和稳定收益起到了很好的作用。为什么普遍受人欢迎的好产品，会在1994年发生全球性的衍生金融工具大灾难，究其原因，主要有如下几方面：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 对衍生金融工具的误导

衍生金融工具是一种技术性很强的金融工具，只有专门从事这项工作的人士才能对其利弊有一个较全面的了解，因此，虽然该产品已被使用多年，但一般企业的高层决策人（甚至一些金融机构的决策人）对衍生金融工具的真正利害关系缺乏了解。另外，一些专业人士为了推销这种产品，常常是宣传衍生金融工具的利，但对该产品可能造成的弊往往谈之较少，甚至闭口不谈。由于这种误导，使一些企业的高层决策人形成一个错误概念即衍生金融工具可以防范风险，而没有衍生金融工具也可以产生和形成新风险的概念。因此这些企业在使用此类金融工具时往往对衍生金融工具所潜在的风险估计不足。

同时，由于企业的高层决策人对衍生金融工具的风险了解较少，因此，在给具体经办人员的权利时就比较宽松，不可能清楚地规定本企业所使用的衍生金融工具的种类、期限、杠杆系数及时间等具体事宜，往往形成这样的情况，即企业高层决策者同意运用衍生金融工具去防范风险，但使用的金融工具、交易时间、风险系数均由具体经办人员决定，所以，企业的高层决策者往往并不知道自己决策所潜伏的巨大风险，往往衍生金融工具所造成的危机就要爆发了，而决策者还不知道自己决策的失误。

2. 越权交易

从一些因运用衍生金融工具而发生巨额亏损的案例来看，越权交易是一个重要原因。有的企业的高层决策者对运用衍生金融工具的类型及承担的风险都做出了明确的规定，但具体操作人员由于受到市场上多种因素的影响，往往在执行高层决策意见时会变形，如交易时间过早或过迟、交易金额过大或过小、使用金融工具的风险系数过高等等。一般来讲，往往是在交易员因使用衍生金融工具给企业或公司赚取大额利润，受到企业领导和公司领导表彰以后，许多交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员往往容易得意忘形，风险意识逐渐淡薄，交易金额逐步加大，风险系数加高，使衍生金融工具的交易已与原来企业或公司领导决定运用衍生金融工具的初衷相背离。大量案例表明，一旦交易员在衍生金融工具交易中进行违章操作，就可能给从事该项业务的企业或公司造成巨额亏损。如1995年9月26日日本大和银行公布的11亿美元巨额亏损事件，其中一个重要原因就是该银行的债券交易员井口越权进行巨额交易，日本的银行交易员进行国债买卖的权限是5000万美元，但井口无视这一规定，常常进行超出5至10倍的国债交易，这与造成英国巴林银行倒闭的交易员里森如出一辙。

3. 内部控制薄弱

内部控制不严、对从事衍生金融工具交易员缺乏有效的监督也是造成衍生金融工具灾难的另一个重要原因。衍生金融工具属于杠杆性质的金融工具，它不仅技术性强，而且在进行该项产品交易时很少(甚至不)需要现金的流动，因此，在这种形势下，如果交易员不严格按公司和企业的高层管理决策的战略进行交易、或故意隐瞒交易金额、期限和交易工具的情况下，公司内部的财务人员很难对交易人员进行有效的监督和控制。这种缺乏监督和控制的结果，就会进一步助长交易员的冒险精神，加大企业的风险。因为，根据一般人报喜不报忧和好大喜功的心理习惯，在交易员赢利时，总想再多赚点；在交易员亏损时，总想变亏为盈。交易员要实现这一愿望，或者加大交易金额，或者加大风险系数，而这两种方式都是非常危险的，如果这时不能及时加以制止，往往会造成巨额亏损。如日本大和银行纽约分行之所以发生11亿美元的亏损，除了交易员越权交易外，还有一个最致命的原因就是内部控制不严。从以往发生衍生金融工具巨额亏损的案例来看，企业内部财务等监管人员都缺乏对从事交易的人员进行及时而有效的监控。据资料介绍，井口1984年第一笔交易亏损就达20万美元，但井口把此事隐瞒下来，以后又屡遭失败的井口

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

采取做假账、伪造国债交易证明书等手段,使账面始终保持赢利,欺骗大和银行和应付各种检查,前后共 11 年,造成损失共计 11 亿美元。井口在长达 11 年的时间里,之所以能蒙骗过银行内部、日本中央银行和大藏省所进行的多次检查,问题就出在内部控制薄弱,缺乏前后台的相互监督和制约。井口不仅负责前台的债券交易,而且还负责大和银行的证券管理业务,这就是井口犯罪的祸根。因为,如果交易的前后台严格分开,前台的每笔交易都应通过后台进行检查,井口是不可能造成这么大的亏损。

内部控制薄弱、对交易员和交易品种缺乏有效监督是一个国际性问题,据一家英国最大的咨询公司(Touche Ross)的一项调查表明,有半数英国大公司未能对利率调期之类的金融衍生金融工具加以严格控制。咨询专家们强调:在衍生金融工具交易中缺乏有效的内部控制制度是十分危险的。他们指出:目前公开的衍生金融工具交易亏损大部分都是忽视基本性控制所致,包括缺乏对允许从事的套期保值交易的了解等。该公司是在接到 26 家英国最大公司填写的问卷表后得出上述结论的。

又据美国安永(Ernst & Young)会计师事务所在 1995 年对美国 143 家共同基金、商业银行和投资银行的资产管理机构、保险公司以及非金融公司的投资业务部门(这些机构管理的资产总量在 5350 亿美元以上)进行的调查,其中三分之一使用了衍生金融工具,使用的最为广泛的是外汇期货合同,其次是交易所期货,还有股票和利率期权。但是从事衍生金融工具交易的机构中有三分之二缺少必要的风险控制机制。在被调查的机构中,有四分之三没有设立于交易部门之外的监督班子,有百分之五十五的机构允许交易员代表公司批准衍生金融工具的使用,还有将近三分之二的机构没有委托第三方对交易所的衍生金融工具的定价做评价。调查中还发现,这些投资机构所用的电脑系统往往不能正确地对衍生金融工具的风险进行估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计，而必须由经纪商来定价，这样通常不能正确反映衍生金融工具的交易成本。安永会计师事务所最后认为，投资机构越来越依赖衍生金融工具的交易而且缺少必要的监督管理，这种情况应当引起有关各方的注意。

4. 激励机制的过度使用

为了提高交易人员工作的积极性，许多公司特别是金融性公司都把交易员的业绩与薪水联系起来，有的公司还实行利润分成办法，这些激励措施对调动操作人员的积极性无疑起到了重要作用，但同时也激发了交易员的冒险精神，交易员为了增加收入，在交易过程中不自觉地就加大了所使用的产品的风险系数。另外，由于交易员的奖金和利润分成都是按当年赢利进行的，因此，交易员一般只关心当年的赢利，至于是否会因当年的赢利而导致以后的灾难就很少关心了。据资料介绍，一些国际上著名金融公司的交易员一年的薪水和分成竟高达千万美元以上。根据高收益高风险的市场原则，一个人员能获得如此高的收入势必要承担或将要承担与之相应的风险。在1994年发生巨额亏损之前，这些企业的交易员一般都有良好的业绩，如导致英国巴林银行倒闭的交易员，在1993年曾为该银行赚取过亿美元的资金。

二、对衍生金融工具应有一个正确的认识

衍生金融工具是20世纪70年代适应于国际金融市场自由化和一体化而产生的金融产品，它产生的初衷是为了帮助金融机构和跨国企业避免和分散汇率、利率风险。现在市场上最常用的衍生金融工具主要有远期利率合约（Forward Rate Agreement）、利率调期（Interest Swap）、货币调期（Currency Swap）、期货（Future）、期权（Option）等等。市场参与者之所以愿意使用衍生金融工具，就在于它的灵活

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性。通过衍生金融工具,使用者可以获得预定的收益,而这种收益在直接使用基础金融工具时通常是不可能达到的,或者效果很差,或者成本太高。因此衍生金融产品与传统金融产品有很大的区别,主要表现在:

1. 资金交割要求不同

运用传统的金融产品每做一笔交易都需要全额交割,如 A 公司与 B 银行做一笔金额为 50 万美元的外汇买卖即买美元卖日元,汇率为 1 美元兑 85 日元,交割日为 1995 年 10 月 5 日,那么,交易双方在交割日必须进行全额现金交割即 A 公司付给 B 银行日元 4250 万,同时 B 银行也需付给 A 公司 50 万美元,否则,即为违约。而衍生金融工具则完全不同,由于交易双方是凭各自的信誉及对未来市场变化走势的判断而签订的具有约束力的拟定金额(Normaral)交易合约,也就是说,交易双方所成交的金额只是一个双方同意的拟定金额,并不需要交易金额项下的现金直接进行实际转移,而只需在合约到期后,由交易的输方(即对市场判断失误的一方)把亏损部分付给赢方即可。如 ABC 公司向 BOB 银行买了一个远期利率合约,条件为:拟定金额为 1 亿美元,期限为 6 个月,协议利率为 6 个月 LIBOR(伦敦同业拆借利率)6%,合约起始日为 6 月 20 日。在这笔交易中,在该远期利率合约到期(12 月 20 日)之前,双方都不用交割一分钱资金,而只有在合约到期后,交易的输方才需要将自己输掉的金额付给赢方。假如 1995 年 12 月 20 日 6 个月的美元 LIBOR 为 5.5%,那么,BOB 银行就要付给 ABC 公司 0.5% 的利差。

2. 交易的限制因素不同

传统的金融产品在进行交易时,有很多限制因素,如交易双方的现金量、交易种类、资金交割时间等,一个企业要想买日元卖美元,它就必须有足够的美元现金,因为根据市场惯例,外汇买卖的交割一般都是交易后的两个工作日完成,如不能按时交割,即为违约。而衍生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融工具交易却完全不同，只要交易双方同意，很多条件都可以协商解决，如合约的期限、使用的参照目标(Target)等，而且，由于衍生金融工具交易不需要全额交割，所以，交易双方所交易的币种和金额完全可以与实际拥有的相背离，甚至没有所交易的币种和金额。

3. 产品的风险系数不同

传统的金融产品的风险是看得见的，而且风险是固定的(只要不用于投机)。而衍生金融工具则完全不同，因为，衍生金融工具的交易均是建立在对未来预测的基础上的，带有许多不确定因素，而且交易合约的参照目标是根据双方的商定确定的，赌博的因素较多。另外，为了使衍生金融工具更具有刺激性，人们又在原衍生金融工具中加入许多具有翻番功能的系数，现在市场上最常用的金融工具是一种金融产品组合(Structure)，即通过利率和汇率的结合而创造出的一种具有杠杆性质的产品。如当前美元一年期的年存款利率为6%，但企业想获得高于市场利率水平的收益，那么，它就可以使用金融产品组合(Structure)工具。假如双方协商的条件为：在一年之内，如美元兑日元的汇率始终保持在1美元兑80和86日元之间，存款客户就可以得到年息12%的利率，但如果一年中有一次超出此范围，则企业的存款利率则为0。因此，在企业有可能获得高收益的同时，也要相应地承担很大的风险。

从上述的分析中可以看出，衍生金融工具与其他金融产品一样，它既可以用来防范和分散风险，也可以给使用者带来新的风险。因此，我们对衍生金融工具要有一个正确的理解和科学运用。不能因为衍生产品可以防范风险就放松对它的管理，更不能因为衍生金融工具可以分散风险就过分强调衍生金融工具的作用。对衍生金融工具的正确态度应是一分为二，既要看到它有利的一方面，也要看到它不利的一方面。只有这样，才能有效防止对衍生金融工具的滥用以及由此引起的金融动荡，才能不断加强对衍生金融工具市场的管理，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使衍生金融工具市场健康发展。

三、发展和完善我国金融机构风险系统的几点设想

衍生金融产品作为一种新的金融工具，在我国出现的时间还很短，属于幼稚产业，它需要很好地培育和发展。我认为，我国衍生金融工具市场需要进行规范和完善。从国际金融市场上衍生金融工具发展的经验和教训来看，我国衍生金融产品市场要得到一个健康的发展，就必须从市场的主、客体两个方面下功夫，具体来讲：

（一）市场参与者（主体）在运用衍生金融工具时应做到

1. 任何使用衍生金融工具的公司都应当有经董事会认可的、恰当的风险管理政策

公司还应当建立适当的“从宏观至微观策略”的控制系统，以确定整体战略目标。公司的决策机构应规定使用衍生金融工具的种类、交易量和本金限额，而且应有书面的政策和规定，以便具体经办人员操作。

2. 衍生金融工具的最终用户应至少每月计算一次其金融衍生金融工具的市场现值

这可以使高层管理人员了解套期保值活动的增值情况或机会成本，还能确保不会对风险水平错估

3. 慎重选择使用衍生金融工具的类型

世界上是没有免费午餐（Free Lunches）的。任何收益都会以一定的风险为代价，衍生金融工具的使用也不例外。因此，在选择衍生金融工具种类时，不仅要全面了解其可能带来的好处，而且还要全面了解可能因使用该产品而带来的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 加强内部控制

做衍生金融工具的企业应设有专门的后台(Back Office)支持部门,对交易人员的交易进行记录、确认、市值试算、风险评价,同时,该部门还要监督和检查交易员是否完全按照企业的决策进行交易,有没有违章操作行为,如变换衍生金融工具种类、增大交易量和期限等。后台支持部门应直接对企业的决策人员负责,定期汇报有关市场情况和本企业所使用的衍生金融工具情况。

5. 减少衍生金融工具的神秘化

1994 年衍生金融工具灾难的一个重要原因就是对衍生金融工具的误解。许多企业都片面地认为只要使用了衍生金融工具,好像一切风险都可以避免了,不知道在防范原有风险的同时,还会产生新的风险。因此,必须对衍生金融工具有一个全面而正确的理解,衍生金融工具与基础金融产品一样是有风险的,而且使用衍生金融工具不当所产生的风险要比基本金融工具大得多。

(二)市场建设者(客体)在期货市场发展中应做到

衍生金融工具是高科技金融产品,进入我国金融市场的时间还很短,人们对它的认识还比较粗浅,因此,政府在建立、发展和完善我国期货市场时,应做好以下几个方面进行工作:

1. 应加强对衍生金融工具的正确宣传和引导

长期以来,我国金融产品的品种比较单一,人们对投资工具多样性的需求得不到满足,因此,一旦一个新的金融产品出现,投资者往往在不清楚该投资工具为何物的情况下就蜂拥而至,在投资发生亏损时又怨天尤人。在我国之所以会出现这种情况,一个很重要的原因就是投资者对新金融工具知识的缺乏,一些投资者往往片面地认为,不管是什么金融产品,只要投资,就一定有一个好的回报,在股票市场的初期是这样,外汇期货风行时是这样,国债期货火爆时还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样。

在投资者看到什么新金融产品都喜欢的金融产品短缺时期，市场建设者更应本着对投资者负责的态度加强对新产品的客观宣传，不仅要宣传产品的优点，更应对新产品的风险加强宣传，使投资者在投资之前能对投资对象有一个正确的认识。增加投资者的自觉性、减少投资者的盲目性是保持市场健康发展的一个重要前提。

2. 保持市场发展的同步

市场发展的不同步是目前我国从计划经济向市场经济转变过程中存在的一个重要问题。例如，期货和期货市场是市场经济的产物，因为在市场经济条件下，所有产品（包括物资产品和金融产品）的价格都是浮动的，为了使业主不承担过多的市场风险，于是市场上就出现了以避免商品价格和金融产品价格（利率等）风险为目的的新金融工具——期货，由此可见，期货产生的目的是为了分散和防范风险，期货的出现是以价格自由浮动为基础的。

但目前我国是有计划的市场经济，可以说计划和市场两种经济成分并存，在这种情况下，市场发展的不同步因素就特别多。如目前我国的主要农产品和金融产品的价格都是由国家控制的，不允许自由浮动，而同时我们又建立了许多国内期货市场，这种不同步就导致了期货的畸形发展，即一旦国家允许做哪个产品，投资者就不管是否需要，就都炒同一个品种，市场的不完善和市场容量的过小，很容易造成大户操纵市场的情况发生。国内期货市场上出现的几次不愉快事件都与市场的不同步有关。因此，政府部门在建立我国期货市场时，要考虑市场的同步，如目前应当在利率的自由化方面做一些工作，利率是金融期货的重要组成部分，只有利率的自由化，才可能带动其他金融市场的发展。由于利率没有市场化，前一段的国债期货市场就不可能发育良好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 加强对市场参与者的行为约束

成熟的市场要求有成熟的市场参与者，同时，也只有市场参与者成熟了，市场也才可能健康发展，二者相辅相成，缺一不可。由于我国市场经济发展的不完善，导致市场参与者（投资主体）的发育不良。实事求是地说，目前的许多投资主体是不合格的，主要表现在投资主体自身缺乏自我约束能力，投资的目的不是为了防范和回避风险，而是怀着一种投机和操纵市场的心理在进行投资。市场需要有投机者，但如果投资主体都是投机者，那这个市场的健康发展将是不可想象的；但可怕的是中国许多期货市场的参与者都怀着投机心理，而且由于体制的不完善，投资主体自身对这种心理不能进行有效地约束，因为，大部分投资主体都是国家的公司或企业，投资者操作失败所造成的亏损都是由国家负担。

在这种情况下，政府部门加强对投资主体的行为约束就显得特别重要。目前应对投资主体进行这几方面的约束：

（1）建立全国同一的权威性资信评定机构，对所有的投资主体（不包括个人）进行资信评定，并像美国穆迪和标准普尔评级公司那样，定期公布各投资主体的信用等级。不具备条件的投资者不允许进入全国性的期货市场。同时通过资信评定，也有利于分散的个体投资者选择信誉好的投资代理人。通过经常性的评定和淘汰，给投资主体一种外在的约束能力。

（2）加强对投资主体全方位的监管。投资主体的行为是多方面的，它在期货运作方面的不规范，可能是由于它在别的领域的不规范引起的。因此，培养合格投资主体的工作必须是全面的。如投资主体的业务范围的监管，如果投资主体是金融机构，还要对其实行资产负债比例和资本充足率的管理等，通过提高投资主体内部的抗风险能力来提高投资主体的素质。

（3）建立严格的市场进入和操作规则。期货和期货市场在我国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一个新东西，但在西方发达国家已比较成熟，许多市场规则是可以借鉴的。目前我国的市场规则失职于松，而且灵活性太大，不同市场之间的规则相距很远，特别是一些期货市场为了争取会员，根本对会员的资格就不进行审查，不但来者不拒，还到处拉一些不具备做期货的单位入会。这对于规范我国期货市场是很不利的。

(4)加强期货的法制建设。市场经济就是法制经济，为了规范市场，就必须加强相关的法制建设。通过立法，规范投资主体的经营，使整个市场的运作有法可依。

4. 加速市场稳定力量的培养

市场的稳定因素有两个方面：一是市场要有足够的容量，市场容量的增加可以减少人为的操纵，因此，扩容是发展期货市场的一个重要前提。要培养市场运作的基本力量。目前中国市场的一个重要特点就是投资主体分散、单个投资主体力量小、抗风险能力差。市场上一旦发生波动，分散的投资主体根本没有承受能力和消化能力。因此，在市场上培养一批素质高、作风稳健、信誉好、抗风险能力强的骨干投资主体是我国期货及其他金融市场发展的希望之所在。

总之，衍生金融工具作为市场经济的一个组成部分，它在我国的产生和发展是必然的，只要市场经济存在，衍生金融工具市场就不可能被消灭。因此，对我们来讲，目前不应把精力放在要不要衍生金融工具市场上，而是应把注意力集中在如何规范、发展具有我国特色的衍生金融工具市场上。衍生金融工具对社会发展的作用与河水对社会的作用一样，河水可以给社会带来五谷丰登，社会安定；但同时也可以给社会带来洪水灾难，使人们流离失所，房倒屋塌。衍生金融工具也是这样，我们对它管理和运用得好，它可以稳定产品（农副产品、工业产品和金融产品）的价格，减少因产品价格的剧烈涨跌而给市场带来的强烈震动，同时，它还可以保护产品生产者和使用者的利益。如近几年猪肉的价格波动比较大，养猪者不想承担明年猪肉价格波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动的风险，他就可以通过期货市场把明年的猪肉价格固定下来，这样养猪者就可以放心的饲养，而市场上因为有稳定的生猪来源，猪肉价格也就不会大起大落，因为市场已通过价格因素自动调节了市场的供求，这不仅对于供需双方有利，而且也有利于社会的安定。

但如果对衍生金融工具市场管理不好，它也会给社会带来不安定的因素，甚至可能是灾难性的影响，如 1995 年 2 月 23 日发生在上海的“2・23”国债期货事件，事件的直接责任者上海万国证券公司，由于违规联手操作，擅自超限额持仓，仅“327”品种的持仓量就超过交易所为其核定的全部品种最高限额的一倍多。在市场异常波动、价格不断上扬的巨大压力下，公司主要负责人明知严重违反交易规则，为扭转公司巨额亏损，做出了大量抛空单打压价格的错误决策，造成市场的巨大混乱，在国内外均造成很坏的影响。

（该文发表于 1995 年 12 月 16 日的《中国证券报》，获该报征文一等奖。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现代金融机构风险成因与控制措施研究

近年来，全球金融市场动荡不定，金融机构破产倒闭案件层出不穷。从国际上看，先是具有三百多年历史的老牌英资巴林银行倒闭，后有日本四大证券公司之一的山一证券破产，再有亚洲（除日本以外）最大的投资银行——百富勤的夭折。从国内看，万国证券、中农信也没能逃脱出局的厄运。这一系列金融悲剧的发生，再一次引起了人们对金融风险的重视。

大量事实证明，一个国家的金融秩序不出现问题，这个国家的经济生活就不会出现大问题；反之，如果一个国家的金融出了问题，其经济生活必然陷入混乱，而且，因金融问题而导致的经济问题很难治理。同样的道理，中国金融秩序不乱，中国金融机构不出现大的问题，中国经济就不会出现大问题，但是，如果金融出现了问题，中国经济将会遭受一场灾难。虽然我国宏观经济形势较好，未受到东南亚金融危机的直接冲击，但应清楚地看到潜在风险的危害性。

另外，随着我国经济和金融业的对外开放，我国金融机构与世界金融业的联系越来越密切，国际金融市场上的风险必然要影响到我国的金融业，这就使我国的金融机构面临的形势更加严峻。我们在研究金融机构风险时，不仅要研究国内的金融风险，而且要研究国际金融市场上各种风险对我国金融业的冲击。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一、金融机构的风险源

（一）风险的定义

风险是指实际未来资产值对预期未来资产值的可能的偏离。风险的大小，反映了这一偏离的程度的大小。对大多数投资者来说，风险是未来资产值少于预期值的可能性。例如，有一投资者的资产现值为5万元，他把这5万元的现金资产投资于股票市场，预期一年后他的资产值是6万元，即增幅为20%。在现实中，这位投资者就承担了一个风险，即一年后他的目标资产6万元与实际资产发生偏差可能性有多大。换句话讲，风险就是一种投资回报的不确定性，或者说，风险是潜在结果的易变性。这种不确定性或易变性的特点可能使投资者的5万元现值资产增幅达100%，也可能使投资者的5万元现值资产血本无归。

概括起来，风险具有如下特征：

1. 客观存在性

由于风险就是一种不确定性。因此，风险无处不在，无时不在。人们只要从事一项有目标的活动，都有风险相伴随。如做科学试验，有试验失败的风险；投资债券，有到期得不到及时偿还的风险。

2. 不确定性

风险是各种不确定因素的伴随物，风险的大小因客观情况的不同而各异。如我国的建筑公司在伊拉克的工程建设项目，在正常情况下，回收投资款是没有问题的，但因中东战争的爆发，联合国对伊拉克进行了经济制裁，禁止伊拉克石油出口等客观条件的变化，使伊拉克无力偿还工程款，导致这些建筑公司损失惨重。

3. 潜在性

风险虽然是时时存在、处处存在，但其可能造成损失的发生是有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条件的。以英国巴林银行倒闭案为例,在里森案件发生以前,巴林银行内部管理混乱、规章制度得不到有效贯彻等原因,使巴林银行破产的风险已经存在,里森案件的发生,只是加速了巴林银行破产风险的实现。可以说,就当时巴林银行内部管理混乱的情况而言,巴林银行的倒闭是必然的,即使没有里森的期货案件,也会发生其他引发该行倒闭的事件。但如果没有里森的违规操作,巴林银行还有可能生存更长时间。

4. 可测性

虽然风险具有不确定性,但风险又是可以被人们认识和驾驭的,人们可以根据以往发生的一系列类似事件的统计数字及不断发生和变化的信息资料,对以后发生风险的可能性进行预测。

除了上述特征之外,风险还具有以下效应:第一,诱惑效应。风险强调的是负偏差,但在实际上,也存在正偏差,即风险收益。正是这种风险收益,刺激人们萌发了各种各样的动机,做出了相应的风险选择,导致了风险行为。第二,约束效应。人们采取了一种风险行为后,往往会遭受风险损失。因此,风险又具有对人们行为的威慑、抑制和约束作用。

(二)金融机构的风险

1. 金融机构的风险来源

金融机构的风险是伴随着金融中介业务的出现而产生的,金融风险的存在是金融机构存在和发展的前提,可以说,没有风险,也就没有金融机构的中介业务,这一点可以从金融机构的发展史中找到答案。

在金融机构出现以前,原始的借贷以直接融资的形式进行,典型的形式是农民直接向地主、庄园主借款。这种直接融资的方式,虽然改善了资金的分布,但显然不是最有效的资金配置方式。随着经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的发展,金融机构开始出现,并逐步发达起来,金融机构以自己的名义发售金融工具以募集资金,并将募集的资金借给资金短缺的个人或单位。在这个借贷过程中,金融机构对资金盈余的单位和个人是债务人,对资金短缺单位是债权人,它承担了债权人的风险。

随着经济的发展,金融机构的业务范围和运作方式也在不断变化。现代金融机构的基本运作内容就是在金融市场上进行各种金融工具的交易,为金融工具的交易提供买卖服务。它们的买是为了卖,它们的卖是为了买。具体来讲,金融机构主要承担的任务是:①通过金融市场把顾客自己拥有的资产或金融工具转换成他们自己所偏好的其他一种或多种金融工具。②为顾客设计金融工具,并帮助把这些金融工具推销给其他市场参与者。③为自己买卖金融工具。④为顾客提供管理证券和现金资产的服务。⑤为顾客提供资金和有价证券的支付及清算服务。

吸收风险是金融机构日常工作中最重要的内容。如吸收存款是商业银行最重要的一项业务,实际上,商业银行在吸收存款的同时,也在吸收风险。因为,商业银行吸收存款的目的是为了贷款,商业银行吸收的存款必须按时归还,但贷出去的资金不一定能按时回收,这在客观上就把存款人的风险转嫁给了商业银行。证券公司除了在包销证券业务中吸收风险外,在其他一些交易活动中也提供风险吸收服务,如按金交易等。保险公司也同样在进行着吸收风险的工作。除此以外,银行和证券公司提供的资金、证券支付工作,也在一定程度上吸收着风险。

由此可见,金融机构从一开始就不同于其他企业。因为,金融机构经营着完全不同于其他企业的产品或服务:他们吸收风险,充当风险的调解并提供有关风险的咨询意见。正是这种最重要的风险因素,使得金融机构有别于其他企业,解释了为什么他们赚钱的方法总是不同于其他类型的企业。金融机构的特别之处,正是以下这种大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

悖论：要赚取收入丰厚的回报，他们必须寻找风险，必须直奔风险而去，在他们能发现的每一块岩石下面寻找风险，把风险暴露出来，并成功地吸收风险、成功地化解风险。近年来，之所以会发生大量金融机构破产和倒闭的案例，一个重要原因就是这些金融机构忘记了这种区别。

2. 金融机构的风险特征

由于金融机构是风险的吸收者，所以，金融机构处于整个现代经济的风险中枢地位，与其他企业相比，金融风险具有下列特殊特征：

(1)扩张性。个别金融机构经营出现危机，会迅速扩张到其他金融机构，乃至波及整个金融体系。如万国证券公司的倒闭，至少殃及国内 20 多家证券公司和其他金融机构的生存，直到现在，因万国证券倒闭而产生的风险还没有释放完结，如果得不到很好的处理，还会对中国证券市场的发展造成巨大伤害。

(2)偶发性。金融风潮大都由偶然事件触发，是众多不确定因素随机组合的结果。

(3)破坏性。金融风险一旦发生，不仅使客户和股东蒙受很大损失，而且往往波及社会再生产的各个环节，影响社会再生产的顺利进行和经济的持续增长，造成社会的巨额经济损失，甚至危及社会稳定，引发严重的政治危机。

(4)社会性。金融风险的爆发有其深刻的社会经济根源，是社会经济危机积累到临界状态的集中反映，其防范和化解往往需要整个社会机制的作用。

(5)周期性。金融运行是在既定的货币政策环境下进行的，并处于国民经济整体循环之中，因此，金融风险也受国民经济循环周期和货币政策变化的影响，呈现周期性、规律性的变化。货币政策在周期规律的作用下，有宽松期和紧缩期之分。一般来说，在货币政策宽松期，存款、放款、投资、还款、结算等环节运行相对顺畅，社会资金流动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量大，货币供需矛盾缓和，从表面上看，影响金融机构安全的因素减弱，这时也不容易发生金融风波。但实际上，这时的金融风险往往被忽视、被掩盖，因此，在金融宽松时期，往往是金融风险逐步进行量的积累时期，其显现和爆发往往有一个滞后期。反之，在货币政策紧缩期，企业与企业之间、企业与金融机构之间、金融机构同业之间、金融运行与经济运行之间、金融运行各环节之间的矛盾加剧，货币供需出现较大缺口，影响金融机构安全性的因素逐步增强，社会运行的链条常常发生断裂，金融风险增加，表现为破产金融机构增多。

(6)可控性。金融风险的爆发虽然往往由偶然事件引起，但由于其产生与发展都有一定的规律可循，因此，金融风险又是可防范和控制的。从微观上讲，金融机构可以通过增加资本金、减少风险资产来增强抵御风险的能力，可以通过完善内控机制来防范风险。从宏观上看，可以通过加强中央银行监管，完善金融和经济法制等措施，防范和化解金融整体风险。

3. 金融机构风险管理的目标

风险是金融机构经营活动的必然产物，吸收风险是金融机构赚取利润的前提。但并不是说金融机构的风险越大越好，也不是说金融机构在开展业务活动时可以无限制地吸收风险。在实际业务中，金融机构吸收风险是有条件的，它吸收风险是以能赚取利润为条件的。承受较小的风险损失、尽量大地赚取利润是金融机构吸收风险的原则。因为，对金融机构来讲，没有风险，肯定没有收益，但承受了风险，并不一定就会带来收益，而且，吸收的风险太大，还可能导致整个金融机构的倒闭。

因此，金融机构是否能够对经营活动中带来的各种风险进行合理的确认、估测、监控和管理，对整个金融机构的健康发展及获利能力具有重要意义。金融机构风险管理的原则目标，就是要在公司因开展某项业务所承担的风险和由此项业务给公司可能带来的收益间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行平衡,目的是减少金融机构蒙受不可接受的损失的可能性。

金融机构应通过多样化的业务组合来降低任何一个领域或相关领域的波动对于整个金融机构整体净收益的冲击。从操作的角度来看,金融机构应力求遵照授权的原则去发现、估价、监控及管理不同经营活动中的市场风险、信用风险、融资风险、操作风险及法律风险。金融机构的高级管理层应积极地参与金融机构的风险管理,并制定新的风险管理政策和程序,以发现、估价、监控、管理及控制不同的风险。

随着金融服务业全球化的迅猛发展和金融产品的日趋复杂多样,金融机构的风险管理政策和程序,包括授权原则,也是需要不断完善和更新。

4. 金融机构风险的分类

金融风险的分类方法很多,根据不同分类标准,可以将金融机构的风险进行不同的分类。概括起来讲,可以将金融机构面临的风险分为下列几类:

(1)以风险的影响范围为标准,金融机构的风险可以区分为金融体系性风险和非金融体系性风险。

所谓金融体系性风险,是指因金融市场不发达、金融监管不到位、金融机构自身管理薄弱而形成的有可能引起整个金融体系坍塌的可能性。从国际金融市场上来看,浮动汇率就是国际金融市场上的体系性风险。因为,自布雷顿森林体系解体而实行浮动汇率以来,导致了整个国际金融市场的无政府状态,国际炒家靠拥有巨额国际游资,不断向国际金融市场进行大规模进攻,使货币自由兑换的国家经常遭受冲击之苦。如 1992 年因英镑的狂跌而导致欧洲货币体系汇率被迫做出调整的事实,就是国际金融市场体系性风险的最好例证。从国内市场来看,体系性风险表现在:经济主体之间信用关系不完整,甚至扭曲;金融机构资产赢利能力低,不良资产比例过高;金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品缺乏，无法通过相关金融工具去化解市场风险。如没有利率期货，在利率下降时，金融机构就没有办法回避因降息而带来的利率损失；有关监管部门经常运用非市场化手段对金融机构和金融市场进行强行管理，如上海证券交易所国债期货市场的关闭等。

所谓非体系性风险，是指因个别金融机构管理不善、对个别金融产品的使用或监管不当而引起的有可能导致某个金融机构产生损失或倒闭的可能性。如英国巴林银行的破产案，就属于非体系性风险。

（2）以风险产生的原因为标准，金融机构的风险可以分为体制性风险和非体制性风险。

所谓体制性风险是指因金融机构所依赖的社会主体即经济体制本身不完善而可能引起的金融机构风险。一般来讲，由于体制性风险来自于社会制度或所有制本身，因此，金融机构本身对体制性风险是很难防范的。以中国股票市场为例，中国的股票市场最初是作为一种颇有争议的试验品出现在金融体系的缝隙之中的。有关当局一直未对这个市场在中国经济体系中的地位给予明确认定，致使它至今还有着浓厚的非正规市场的色彩。1997 年“十五大”前后，股票市场一下子又受到了朝野的青睐，有关当局甚至将许多事关国民经济大局的事情，例如为国企改革筹集资金的重任，部分地压在它的身上。股票市场地位提高固然可喜，但突然把它从地下抬到空中，也不免令人不安。而且，大量没有真正转制的企业上市，势必给股票市场留下隐患。股票市场如此，债券市场的情况同样不令人乐观。我国国债已经有 20 年的历史，企业债券也有近 10 年的历史。但迄今为止，仍没有一套完整的债券发行流通、兑付、交易等方面的规范运作方法和规章制度。这种不确定性及功能的偏颇，使得投资者很难规划债券的投资策略，从而给这个市场的筹资者和投资者均带来了很大的风险。以上状况，使得中国的证券市场产生了一种独具特色的风险即体制性风险。这种风险是由于转轨时期经济体制的不确定所

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引发的。

所谓非体制性风险，是指金融机构在进行相关业务时面临的可能给金融机构带来损失或导致金融机构破产的可能性。概括来讲，非体制性风险主要包括信用风险、市场风险、运作风险、法律风险、信息技术风险和流动性风险等。

此外，1996 年诺贝尔经济学奖获得者詹姆斯·尔利斯 1998 年 4 月 30 日在北京举办的金融危机与道德风险研讨会上，提出了金融市场上存在着道德风险。他说："作为经济学家并不一定能防止金融危机，也不一定能解决曾发生的金融危机，但我认为此次金融危机(东南亚金融危机)的症结问题是道德风险。"北大光华管理学院的张维迎教授也认为，韩国此次发生的金融危机就是道德风险问题，即企业只考虑自己的成功，一旦企业出了问题，政府则要求银行一味补贴，所以，企业根本不用考虑是否能够成功地赚钱。1997 年发生的成都红光实业股份公司编造虚假利润、骗取上市资格、隐瞒重大事项、挪用募集资金买卖股票等行为也是道德风险的范畴。因为，从发行人到中介机构都欺骗了广大投资者。从他们对金融道德风险的定义和列举的例子来看，我认为道德风险不过是金融体制性风险的表现形式。因此，本文没有对此种风险单独分类。

二、中国金融机构面临的经营环境

经过十几年发展和整顿，中国已基本形成了一个以中央银行为领导、国有商业银行为主体、多种金融机构(股份制商业银行、保险公司、信托投资公司、证券公司等)并存和分工协作的金融体系。到目前为止，全国的金融机构数量达 500 家之多。其中包括国有政策性银行 3 家、国有商业银行 4 家、其他形式的商业银行 17 家、股份制信托投资公司 244 家、证券公司 96 家、企业集团财务公司 69 家、金融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

租赁公司16家。由于金融业在我国国民经济发展中的地位越来越重要，因此，金融机构的健康发展对我国金融业乃至整个国民经济的发展至关重要。为了保证我国金融机构的健康发展，我们就不得不对其经营环境进行认真研究，从中找出存在的问题及解决办法。那么，我国金融机构所面临的经营环境如何呢？

（一）国际金融市场环境

由于中国的改革开放，中国经济与世界经济正在融为一体，国际金融市场上的金融风险会通过不同的方式影响到我国的金融机构。那么目前的国际金融市场怎么样？概括起来，可以表述为：金融市场动荡不定、金融机构危机四伏。这主要是因为：

1. 世界金融业务自由化、经营范围一体化的加强

近年来，国际金融业务的一个最大特点就是金融机构经营的业务范围不断扩大，发达国家对国内金融的限制逐步放松或取消，如美国通过了《里格—尼尔1994年银行跨州经营和跨州设立分行之效率法》，该法的通过打破了美国银行经营的地域限制；一向实行严格分业管理的日本1994年日本大藏省批准了五家主要商业银行成立了附属证券公司；欧共体成员国则允许其银行在该地区内自由设立分支机构，并且外国银行和本国银行享受相同的待遇，在经营业务上可以经营全部业务。在发达国家进行金融改革的同时，许多发展中国家银行也对金融业进行了很大的变革，如墨西哥1994年取消了外国银行准入法令，韩国放宽了利率、汇率管制，允许利率、汇率可以在一定范围内有管制地浮动。这样银行不但经营传统的存款和贷款业务，而且经办证券等其他证券公司业务，银行业务与证券业务一体化已成为当前金融业的重要特征。金融与证券业务的一体化后，银行经营的业务范围实际上扩大了。因为，根据市场的一般规则，银行不能做的业务，证券公司大都可以进行，银行为了赚取更多的利润，往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

往会把自己不能做的业务转移到证券公司去办理，由于银行资金实力雄厚，而且进出市场的金额巨大，这在客观上就为金融市场的动荡埋下了祸根。而且，由于金融和证券的一体化，中央银行很难对商业银行等金融机构的资金运用进行有效监督管理，这在一定程度上也影响了国际金融市场的稳定。

2. 金融业竞争加剧、高风险投资增多

随着金融业的竞争日趋激烈，银行存、贷利差越来越小，银行靠传统的业务获得巨额利润的可能性日益减少。银行为了增加赢利，提高投资的回报率，将大量的资金投资到高风险业务上，如房地产等。但由于近年来世界经济发展缓慢，房地产等行业很不景气，结果使一些银行亏损严重。

金融机构高风险投资比重的增加，虽然可以在短期内改善金融机构的利润状况，但它同时也给整个金融体系的健康发展带来很大的伤害。以泰国为例，金融机构为了获取高额利润，将大量资金投资到房地产业。在 1993 年至 1996 年三年多的时间里，仅商业银行投入到房地产的坏账就达 200 亿美元。另外，商业银行还大量贷款给证券公司，进行证券买卖。金融机构高风险投资的不断增加，使泰国的经济泡沫越吹越大，终于因股市、楼市的坍塌，引发了整个国家（甚至整个东南亚）的金融危机。

3. 世界经济发展的不平衡

20 世纪 90 年代以来，西方发达国家陆续陷入经济衰退，投资需求减少，世界发达国家的大量资金需要寻找出路，而此时，发展中国家正处于发展的快速增长阶段，资金需求量很大，而且由于受本国通货膨胀的影响，利率较高，具有较强的吸引力。据联合国和经合组织统计，仅 1993 年流入发展中国家的资金就达 1540 亿美元。但这些国家工业基础大都比较薄弱，商品在国际市场上的竞争能力较弱，出口创汇能力较差。因此，这些国家不可能长期维持高速的经济增长，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一旦经济不景气，国内政治经济不稳定，无力偿还外债，就会造成资金循环链条的中断，发生连锁反应，使整个国际金融市场发生强地震。1992 年英镑和里拉贬值，1994 年墨西哥比索及 1997 年东南亚国家的货币贬值，无不反映了世界经济发展的不平衡。

4. 过分的金融投机

20 世纪 70 年代以来，随着国际金融市场上固定汇率的崩溃，不少国家都实行了浮动汇率和利率，而浮动利率和汇率的实施，又给银行和贷款企业增加了很大的风险，为了防范汇率和利率风险，金融市场上就产生了以利率调期、货币调期、期权、远期利率协议、期货等衍生产品，目的是为了帮助银行或企业固定经营成本，防范和减少风险，而且这些产品也的确对帮助投资者避免和分散风险、固定成本以及对银行资产负债管理的顺利实施都发挥了重要作用。

但近年来，国际金融市场炒风盛行，全球外汇市场上一天的外汇交易量常常超过 1 万亿美元，是世界货物与服务贸易价值的 50 倍。而在 20 世纪 70 年代初即世界资本市场自由化以前，货币交易仅仅是实际贸易量的 6 倍多。深受其害的马来西亚总理马哈蒂尔在 1997 年 10 月在香港举行的国际货币基金组织和世界银行年会上，对金融市场的投机行为进行了生动而尖锐的批判。他说：货币买卖是没有必要、不具生产力和不道德的，应该禁止，使之成为非法。我们不需要货币交易。他还说，用于支付国际贸易的货币买卖是正常的，但将货币单纯作为商品来买卖就是不可接受的。所以他认为，以索罗斯为首的投机商是无赖强盗，是无法无天的人和土匪。由此可见，过度金融投机对一个国家的伤害。

另外，一些大投资银行为了赚取更多的利润，在原有金融产品的基础上通过利率套汇率、即期套远期、现货套期货，设计出上千种的新产品，而且这些产品的风险系数也越来越高，使用范围越来越广，经过创新的金融产品的原有性质和目的（防范风险）已发生了质的变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化，衍生产品成了市场玩家的筹码，国际金融市场成了一个世界上最大的赌场，一个28岁的青年人就可以卖掉一家有数百年历史的银行就是一个很好的证明。

5. 主要发达国家矛盾加剧

冷战结束以后，西方主要发达国家的注意力已逐步转向经济发展方面，日、美、欧等发达国家的经济和贸易摩擦日益严重，分歧越来越大，他们为了各自的经济利益，在对付国际金融市场汇率和利率动荡时各怀鬼胎，貌合心离，七个经济大国很难采取一致行动，原来对国际金融市场影响很大的七国首脑会议因越来越难以达成一致意见，对市场的影响作用日益减小。由于西方七国首脑会议都难对国际金融市场施加有效影响，因此，国际社会对市场的干预和驾驭能力逐步减弱。

6. 市场自身的力量太大

当前的国际金融市场已形成了自身的发展规律，有时已与经济发展的实际相背离，市场本身的强大冲击波一旦形成，就很难被人为的力量所改变，政府干预金融市场的作用也越来越小。据国际货币基金组织估计，国际上的套利基金（包括索罗斯的量子基金）能动用6000亿到12000亿美元的资金用于国际金融市场上的货币和其他资产的投机活动。受此影响，国际金融市场（特别是外汇市场、股票市场和债券市场）上经常会出现一些奇怪的现象，如1995年，美国当时的利率比日元利率高一倍，而且美国经济的复苏状况也比日本好，按外汇市场的一般规律，美元兑日元应升值，但市场的实际情况却正好相反，该年美元兑日元汇价狂跌不止，连破历史记录，三个月内美元兑日元的跌幅就高达30%左右。再如香港的股市，由于市场的推动，1993年香港恒生指数暴涨，由1992年底的5512点狂升至1993年底的11888点，升幅达116%，而到1995年4月中旬，香港恒生指数又回落至8463点。显然，市场在很大程度上已被市场参与者所操纵，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而市场的力量一旦形成，市场本身又会凌驾于市场参与者之上，成为脱缰之马，横冲直撞。因此。只要这匹脱缰之马不被驾驭，国际金融市场就很难恢复平静。

7. 美元已失去了承担国际清算货币的能力

二战以后，随着美国经济的日益强大，贸易盈余的增加，美元取代了英镑而成为国际储备和贸易中的主要货币。但近年来，由于美国经济增长的缓慢，经常项目逆差的日益扩大，1994 年达到 1400 亿美元；加上财政赤字居高不下，多年都维持在 2000 亿美元。美国经济这种长期不景气的状况，已使美元失去了承担国际储备和贸易清算货币的能力，但由于历史和心理的原因，在世界各国的外汇储备和国际贸易中，大多数国家仍以美元为主。据资料统计，在整个世界的外汇储备和国际贸易中，美元均占 61% 以上，显然，美元的能力已被高估。因此，一旦市场上出现不利于美元的情况，美国根本无法保持美元的稳定。另外，由于市场过分依赖美元，那么，任何美国国内的经济政策的变化，都可能给世界经济和金融市场带来灾难性的影响。如 1994 年以来，美国为了防范国内通货膨胀的上升，连续七次提高联邦基金利率，两次提高贴现率，这本是美国联邦储备控制国内通胀的一种正常措施，但结果却给世界资本市场带来一片混乱，全球资本市场的价格暴跌，世界上许多大投资银行、证券公司和大的商业银行赢利减少或亏损，由此引发一系列国际金融市场的动荡。

8. 现代通讯在国际金融市场上迅猛发展

现代通讯发展的最直接结果就是使地球上不同国家的距离缩短了，而现代通讯在国际金融市场上的广泛应用，使世界金融市场连成一体，国际金融产品的交易已不受时间和地点的限制，一天 24 小时之内都可以进行外汇、证券方面的投资。另外，电讯的发展，也导致资金清算速度加快，这样，一个地方一旦发生风吹草动，就会迅速导致市场价格的波动，并导致外汇资金的快速转移，这种资金快速转移

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的结果，也增加了金融市场动荡的可能性。

9. 投资的短期化

随着国际金融市场风险的增加，汇率和利率变动的频率加快，投资者已成惊弓之鸟，一方面不愿将资金投资在期限长的金融产品上，另一方面也不知道该投资到何种产品上才安全。过去国际金融市场上有一句名言即“天下有事买美元”，但现在这个经验不灵了。市场投资者正在寻找一个新的避风港，在找到之前，很难使投资者稳定下来。目前国际金融市场上群羊心理盛行，外汇资金像旋风一样在世界范围内飘来飞去，投资者有钱赚就来，无钱赚就跑，已成为当前国际金融市场的一大特征。据有关资料统计，在 1993 年流入发展中国家的 1540 亿美元资金中，绝大部分为证券、股票等流动性强的私人投资。墨西哥发生金融危机的原因很多，但一个很重要的原因就是该国引进的外资多为短期证券资金。

10. 投资的证券化

自 20 世纪 80 年代以来，国际资本市场上的资本来源由原来的依靠银行信贷为主，转向更多地依赖发行各种类型的股票、债券和商业票据等证券市场，金融业务证券化已成为国际金融业的重要特征。据有关资料统计，1984 年国际证券发行金额为 814 亿美元，国际贷款为 539 亿美元，国际债券发行金额首次超过国际信贷金额，到 1990 年，有价证券融资金额已占整个国际融资总金额的 85% 以上。虽然金融业务证券化方便了资金的筹集，但证券资金与国际银行间贷款有一个最大的区别，就是证券投资的变现能力强，受国际金融市场上的利率和汇率变动影响大，投资者短期投机的心理较强，这也为金融市场的动荡流下了隐患。

（二）国内金融市场环境

经过十多年的经济体制改革，中国金融机构面临的国内金融市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场环境有了很大改善，特别是1997年东南亚金融危机以来，中国各级政府都把金融机构的安全、健康发展放在了非常重要的位置，中央银行制定了多项管理措施，加强金融机构自身的建设，防范金融风险，减少或避免因金融机构的破产或倒闭给整个国家的国民经济发展造成严重后果。经过这一系列的治理整顿，中国金融机构的经营环境正在改善。

但由于中国金融机构长期处于计划经济的核心地位，与中国经济中的其他行业相比，金融机构受计划体制的影响更大、更深，金融体制的改革步伐也更慢。因此，从整体上来看，金融机构面临的国内经营环境不容乐观，主要表现在：

1. 监管手段落后，监管措施不力

随着科学技术的飞速发展，金融市场更加现代化，金融产品更加复杂化，金融市场的信息传递和资金划拨更加快捷。因此，金融监管机构要想对金融市场和金融机构进行有效的管理，就必须改进管理手段，提高监管的时效性。但我国目前金融监管的现实并不理想，主要表现在监管技术落后，监管机构不能及时了解被监管者的财务、资产和负债情况，不能及时发现被监管机构的违规行为。另外，监管机构在执行监管措施方面也存在监管不力的行为。以1995年2月23日发生在上海证券交易所的“327”风波为例，万国证券在保证金不到位的情况下，却能以内部交易的办法人为造价，通过上海证券交易所的交易系统进行金额高达1400亿元人民币国债期货交易。正是监管不力，导致一些金融法规和政策得不到有效执行。

2. 行政干预太多，金融机构经营自主权无法落实

中国金融市场上最大的风险是政策性风险，这一点对金融机构同样适用。由于政府干预太多，使得金融机构无法自主经营。如在向国有大型企业贷款方面，商业银行面临着巨大的政府压力，很多贷款都是不得已而为之。再如，中央银行在有关文件中明确规定，国有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业银行要真正商业化。但实际上，商业银行的许多业务活动还是受到严重的行政干预，如 1998 年的国债发行，在财政部的发行公告上规定，购买者可到原购买国债的网点提前兑付，但财政部并不向办理提前兑付的商业银行办理提前兑付。因此，国债提前兑付的风险全部转嫁到商业银行，一旦利率调高，商业银行必然承担利率损失。

3. 市场参与者自身缺乏信用，金融机构无所适从

中国金融市场参与者缺乏信用是中国金融机构面临的最严重的挑战。因为，一旦市场没有了信用，市场各方的利益很难得到保护。据粗略统计，到 1995 年底，全国企业债券（包括短期债券）不能及时偿还的约占发行余额的 11%。从以往发行企业债的经验来看，企业普遍存在重筹资、轻还款的现象，结果使企业债券失信于投资者。

4. 市场化程度低，缺乏人民币基准利率

利率是资金的价格，从理论上讲，利率水平应随资金供求状况的变化而变化，也即市场化。但长期以来，我国决定利率的权力集中，加上调控机制又不够灵活，这就使现实中的利率往往无法反映资金的真正价格，从而难以起到平衡资金供求的作用。也无法由信誉确定资金的价格，使金融机构无法将承担的信用风险与收益有效结合起来。

5. 缺乏科学的金融产品定价体系，金融产品的价格无法反映风险因素

由于缺乏市场公认的基准利率，因此，在为金融产品定价时，只能采取行政方法来确定，如政府有关部门规定，企业债券的票息不能高于同期银行存款的 40%，A 股的发行价一般为企业每股赢利的 15 倍。实践证明，这种定价方法极不合理。因为，这种定价方法没有考虑信用的价值。根据这个规定，无论企业信誉好坏，偿还能力、赢利能力强弱，以及投资者承担风险的大小，只要发行债券的期限相同、发行股票的时间相同，债券、股票商品的价格就一样，这在客观上就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给金融产品的价格信号造成了混乱。

6. 中介机构信誉差，金融市场上参与者的透明度低

在国际金融市场上，中介机构的重要作用就是为金融市场的参与者提供真实而公正的财务和法律方面的鉴证。诚实、公正和讲信用是中介机构生存的基础。但不幸的是中国的许多中介机构无法用诚实、公正和信用来取信于人，给钱就出证明的中介机构并不少见。

因此，缺乏机构投资者，就成了制约中国资本市场（特别是企业债券市场）发展的另一个重要因素。

7. 金融品种单一，无法进行有效的资产负债结构组合

金融产品品种单一是影响金融机构自身安全的重要因素。目前金融机构的资产和负债结构都很单一。以商业银行为例，商业银行负债的80%以上来自居民和企业存款，商业银行的资产主要是贷款。单一的金融产品就无法使金融机构根据自身的需要进行资产和负债的调整，也无法对金融市场的风险进行避险运作。

（三）金融机构内部环境

我国金融机构长期处于传统的计划经济体制下运作，在经营指导思想上缺乏风险意识和稳健经营的观念，盲目追求外延性扩张，过度加大资产规模，单纯追求增加网点机构，不计财务成本办理业务，不计风险进行所谓业务创新。因此，目前国内金融机构内部的经营环境并不理想，具体表现在：

1. 规章制度不健全，越权交易行为严重

目前，国内金融机构大多缺乏制度化、程序化的内部控制和风险管理体系，许多业务无章可循，有章不循，甚至违规经营的现象十分普遍。特别是在证券交易、外汇买卖、商品或金融期货交易等金融专业性比较强的业务方面，金融机构的管理漏洞更大。国内许多金融机构都在这方面有过深刻教训。如万国证券公司在进行国债期货交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易时，根本就没有持仓量的限制，或者是有了规定也形同虚设，否则，不会在几分钟之内就将一个公司搞垮。

2. 内部控制薄弱，缺乏有效监管

内部控制薄弱、对业务人员缺乏有效监督是一个国际性问题。安永会计师事务所在 1995 年对美国 143 家共同基金、商业银行和投资银行的资产管理机构、保险公司以及非金融公司的投资业务部门（这些机构管理的资产总量在 5350 亿美元以上）进行了调查，其中三分之一使用了衍生金融工具，使用最为广泛的是外汇期货合同，其次是交易所期货，还有股票和利率期权。但是从事衍生金融工具交易的机构中有三分之二缺少必要的风险控制机制。在被调查的机构中，有四分之三没有设立于交易部门之外的监督班子，有百分之五十五的机构允许业务人员代表公司批准衍生金融工具的使用，还有将近三分之二的机构没有委托第三方对交易所的衍生金融工具的定价作评价。调查中还发现，这些投资机构所用的电脑系统往往不能正确地对衍生金融工具的风险进行估计，而必须由经纪商来定价，这样通常不能正确反映衍生金融工具的交易成本。安永会计师事务所最后认为，投资机构越来越依赖衍生金融工具的交易却缺少必要的监督管理，这种情况应当引起有关各方的注意。

3. 激励机制的使用过度，金融机构的短期行为增加

为了提高业务人员工作的积极性，许多金融机构特别是证券公司、保险公司和投资银行公司都把业务人员的业绩与薪水联系起来，有的公司还实行利润分成办法，这些激励措施对调动操作人员的积极性无疑起到了重要作用，但同时也激发了业务人员的冒险精神，业务人员为了增加收入，在具体业务操作过程中不自觉地就加大了所使用的产品的风险系数。为了得到奖金，将公司本来无力从事的业务统统揽进来。如，现在不少证券公司为了争取到客户，都向客户承诺本金安全和固定回报。再如，在银行降息公布后，不少保险公司的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推销员仍拼命推销保险公司降息前的产品，这实际上就是为了个人的奖金而牺牲了公司的长远利益。

4. 管理技术落后，业务管理权限分散

与发达国家的金融机构相比，国内金融机构的管理技术比较落后。主要表现在，金融机构的网点都很多，经营的业务范围很广，但没有办法实行集中化管理。如商业银行的贷款客户遍及全国，目前就没有能力将所有客户实行统一管理。这就造成了一个企业可以在同一个银行的不同分行进行多头贷款，导致银行风险加大。同样，在其他方面也是如此，如金融机构的资金管理、交易头寸管理等都没有实现统一管理。由于信息和管理技术的落后，就导致金融机构无法对遍布在全国各地的业务进行全面、集中和即时的管理。

5. 无收益资产过大，整体赢利能力不强

对中国金融机构来讲，无收益资产庞大是一个普遍性的问题。除了因金融机构经营和管理不善而形成的业务中的无收益资产（呆滞贷款）外，金融机构内部还有大量无收益资产，如办公楼、职工住房、招待所、单位汽车等。不少金融机构的资本金基本上都被办公楼和汽车等无收益资产所占用，金融机构成了全部靠负债经营的机构。

6. 机构庞大重叠，工作效率低下

中国金融机构的人员数量之多、机构设置之重叠、管理人员之众举世无双。仅几家国有商业银行的员工加在一起，就达数百万之多。金融机构不仅人员多，而且机构重叠严重。在这方面，商业银行是典型代表，在每一个省会城市至少有三、四级管理机构——总行、省分行、市分行、区支行、分理处和储蓄所。大量人员不从事具体业务，结果造成公文越来越多、会议越来越多、管理费用越来越多、工作效率却越来越低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三、中国金融机构潜在的风险

由中国金融机构所处的经营环境中可以看出,中国金融机构面临的风险巨大,不仅有体制性风险,市场性风险(包括国际市场风险和国内市场风险),而且有管理性风险。因此,要化解和防范我国金融机构的风险,就必须弄清金融机构目前存在的风险隐患。

(一)市场风险

1. 国际金融市场风险

(1)资本的非法流出入。在1990~1996年的7年间,我国有6年存在着国内储蓄率[(GDP-总消费)/GDP×100%]大于总储蓄率(总投资率)即国外储蓄率(总储蓄率-国内储蓄率)为负数,从而出现了国内资本大量外流和国外吸收国内储蓄的情况。

一般来讲,资本非法流出入是指国家货币管理当局明文规定所禁止的资本流入和资本流出活动,这种资本采取不合法或不公开的方式,通过非正常渠道或混入正常渠道进行。在我国,资本非法流出入可包括两种情况:国际投机资本流出入和国内资本外逃。资本非法流出入的渠道和方式有:通过银行结售汇进行资本非法流出入,主要包括国际短期投机资本混入经常项目结售汇、国际短期投机资本混入资本项目结售汇;利用银行远期信用证进行资本非法流出入;不通过银行渠道进行的资本非法流出入。

(2)外商直接投资产生的负效应。吸收和利用外商直接投资具有双重效应,即正效应和负效应。所谓负效应是指在吸收和利用外商直接投资过程中,外商直接投资产生的消极作用和给受资者造成的不良影响。其负效应主要有两种类型:一是外生因素产生的外商直接投资负效应,一般是指由资本的趋利性所驱动,通过外商投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的各种行为活动而产生负效应；二是内生因素产生的外商直接投资负效应，是指受资国在引进外资时，由于政策失误、管理不善或调控不力而造成的负效应。

(3)外债运行中的潜在风险。到1997年底，我国外债余额已相当于我国全部外汇储备的94%。按照国际上通行的一些衡量标准，我国外债规模被控制在国力所能承受的范围之内，各种外债风险指标均低于国际公认的警戒线，更远远低于危险线，从表4－1中可以看出这一点。

表4－1　1985～1997年我国外债余额与外债风险指标

项目	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
外债余额（亿美元）	158.28	525.45	605.61	693.21	835.73	928.06	1065.90	1162.75	1309.6
偿债率%	2.8	8.5	8.0	7.3	9.7	9.1	7.3	6.7	7.3
负债率%	5.6	14.8	15.0	14.1	14.0	17.0	15.5	14.3	…
债务率%	53.4	87.0	87.0	90.7	94.5	77.8	69.9	75.6	63.2
短期债务率%	25.59	12.9	17.0	15.6	16.2	11.2	11.2	12.1	13.9

但从外债运行来看，国内利用外债进行建设的项目质量和效益并不理想，如海南帘子布厂，由于生产技术和管理不过关，花费上亿美元引进的生产设备长期停放在工厂，无法进行生产，企业根本无力偿还外债。我国在引进外资时发生的此类案例还很多。因此，我国外债存在的潜在风险不可低估。

(4)我国外债币种结构方面存在着巨大风险。我国人民币虽然还不是自由兑换的货币，我们还可以保护我国人民币市场不受国际金融市场对我国人民币的冲击。但我国金融机构与国际金融市场的联系却越来越密切，国际金融市场的任何一次波动都会对我国的金融机构和金融市场造成冲击。如，在20世纪80年代初，我国政府和不少金融机构在国际金融市场上借了大量日元债务，当时日元兑美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的汇价在230元左右,但到我们还债高峰的20世纪90年代时,日元兑美元的汇价已升值到1美元对100日元左右,而我国外汇收入中的绝大多数是以美元计价,无形之中,我国的债务负担就增加了一倍多。可见,我国在利用外资时,也承担着巨大的汇率风险。

2. 国内金融市场风险

(1)金融机构不良资产太大,使金融机构面临巨大的流动性风险。金融机构的巨额不良资产的存在是我国金融市场上的一个定时炸弹,随时都有可能引发整个金融体系的崩溃。据《经济研究》1997年7月号介绍,目前我国国有商业银行的不良债权在贷出款项中的比率为20%以上。截止到1997年6月底为止,我国银行贷款余额为68169亿元,如以20%的比率计算,我国国有商业银行的不良资产为13600亿元。这个比率是相当高的。因为,在日本,1997年3月份的不良债权总额为217890亿日元,占包括城市银行、信托银行、长期信用银行和地方银行全部贷款的3.7%。即使这么小的比例,已经使日本经济萎靡不振。因此,20%的不良资产比率是极高的,不言而喻,这里孕育着巨大流动性风险。一旦发生挤兑等情况,国内金融机构马上就会面临支付困难。

(2)金融机构资本金不足、资本充足率低、资产规模小、抗市场冲击力差,使国内金融机构面临巨大的安全性风险。根据中国人民银行总行的调查统计,截止1996年底,我国有专业证券公司96家,总资产额为1590.53亿元,平均每家仅为16.57亿元。而同期,西方著名的金融机构如美国的美林集团、摩根士丹利集团等,其总资产均在1000亿美元以上。再以信托投资公司为例,到1996年底,我国共有信托投资公司244家,资产总额为6161亿元,平均每家也仅为25.25亿元。我国金融机构不仅资产规模小,而且资产的流动性差。据有关部门测算,1996年底,我国前10家大证券公司中,流动比率几乎都低于1;在流动资产率上,则无一家达到90%。金融机构资产太小,

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且债权债务集中、缺乏流动性，就使我国的金融机构抗市场冲击力减弱，给金融市场的稳定留下了隐患。

(3)金融机构经营业务范围狭窄、收入来源单一使国内金融机构面临巨大的经营风险。目前，我国金融机构业务范围狭窄，而且金融市场上金融产品缺乏，造成金融机构的资产和负债都特别单一。相比之下，国外金融机构的收入来源要丰富得多。丰富的收入来源，能够保证金融机构能够多种经营，避免金融机构因一项业务、一个市场的波动而遭受巨大损失。

(4)金融市场不发达、金融产品严重短缺，使金融机构面临巨大的资产负债表中资产与负债不匹配风险即市场风险。因我国金融产品短缺而给我国金融机构带来的资产负债表风险是非常严重的。以保险业为例，当前，我国的保险公司(尤其是寿险)大都出现亏损，其中一个最重要的原因就是金融产品缺乏。

众所周知，保险公司的利润来源一般为保费资金的投资收入。据统计，中国人民保险公司 1990～1994 年的平均货币资金占总资产的 49.44%，投资只占了 23% 左右，而同期美国的财产险的投资率为 85%、人寿险的投资率为 96%。我国保险公司的投资率低主要原因不是保险公司不愿投资，而是缺乏投资产品，保险公司的保费资金找不到投资途径。

(二)金融机构内部风险

由于金融机构内部管理薄弱、规章制度缺乏、信息技术落后等不利因素的存在，就使金融机构内部存在许多风险，主要包括：

1. 信用风险

信用风险是金融业的传统风险，即债务人不能按期偿还债权人本金和利息的风险。但在我国，由于金融机构没有很好的信用评级、没有严格的审查制度，加上信贷人员违章操作频繁，就使我国金融机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

构面临的信用风险巨大,很多金融机构为此付出了巨大代价,我国金融机构高达20%的不良贷款就是一个很好的证明。

2. 市场风险

由于金融机构信息化系统落后,无法及时了解本机构内部的资金来源和使用情况,使各家金融机构无法进行集中管理,这就造成金融机构特别是商业银行库存现金、在途资金等无效资产大量增加,降低了资金使用效率,增加了金融机构资金成本。另外,由于金融机构管理落后,不能及时进行资产负债表的综合管理,不能达到资产和负债的期限、利率匹配。因此,在利率变动时,金融机构就面临巨大的风险。近两年来因利率下调而使许多保险公司发生严重亏损的事实就是证明。

3. 行为风险

行为风险是指因操作人员失误和蓄意诈骗而给金融机构带来的风险。由于金融业在我国的地位越来越重要,许多犯罪分子都把金融机构作为作案目标,这些人除了进行公开抢劫以外,还通过各种手段拉拢腐蚀金融机构员工参与作案,结果,近年来金融领域的案件不断上升,作案金额巨大。据山东有关部门调查,1996年以来,全省共发生金融诈骗犯罪案件801起,涉案金额10.72亿元。究其原因,一是金融系统管理不严,违章操作;二是金融系统部分从业人员素质低,责任心差,有的甚至与犯罪分子共同作案。

四、中国金融机构风险管理改革建议

(一)市场风险的防范建议

1. 国际金融市场风险的防范

(1)金融对外开放和开放资本项目必须量力而行。金融开放要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量力而行、循序渐进是保证国内金融市场稳定的一条重要防火墙。诚然，金融对外开放，尤其是开放金融市场，有利于外资的流入，有利于加速国内经济的发展。但是，如果这种开放与国内经济实力、金融监管手段和金融监管水平不相适应，国内金融市场很容易受到国际游资和外部金融危机的冲击。因此，我国金融开放的步伐必须与经济金融发展水平、对外贸易、宏观调控能力等因素相适应。

开放资本项目也必须坚持审慎的原则，这是亚洲金融危机为我们提供的最重要的经验教训。实现人民币在资本项目下的可兑换即人民币的完全可自由兑换是我国外汇体制改革的最终目标，但不能过急。

(2)控制资本非法流入流出。资本非法流入流出冲击了我国经济和金融的正常运行，它增加了宏观经济金融调控的难度、降低了货币政策的有效性，加速了经济和金融泡沫的形成。因此，必须加强对非法资本流入和流出的管理，保证现行的各项管理制度得到切实有效的执行。

(3)加强对外商直接投资的宏观调控。国家要结合自己的宏观经济目标，对外商投资企业进行积极的引导，使外资尽量投到对国民经济发展有促进作用的项目上。国家要通过一系列优惠政策，吸引一些长期投资资金，而避免吸收那些短期资金和投机资金进入我国。这样，就可以避免因外资的进出而给我国整个金融市场甚至国民经济的发展带来灾难性的影响。

(4)加强国际金融市场风险的教育，提高国内企业和金融机构防范风险的自觉性。目前，国内不少企业对国际金融市场的风险知识了解较少，在引进外资时，很少关心国际金融市场上的汇率和利率风险。企业在举债时，没有对汇率和利率风险进行有效规避，结果，企业利用外资所带来的利润根本无法弥补因汇率波动而造成的损失。因此，国内企业和金融机构在利用外资时，一定要把负债的币种与将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来收入的币种很好地衔接起来，尽量避免承担汇率风险。同时，在使用避险工具时，一定要对避险的衍生金融产品（利率调期、期权、期货等）的避险功能和可能带来的新风险有一个清楚的了解，以免回避了原有的风险，又承担了新的风险。国内一些企业和金融机构在这方面都是有过很深的教训的。

（5）有限度、有选择地引进一些国际上知名的金融机构到国内金融市场中经营，即有管制、有限度地开放一些金融领域给外资金融机构。这对于改善我国金融机构的经营管理、提高国内金融机构的竞争力、减少国际金融市场对国内金融机构的突然袭击、加速与国际金融市场的接轨都是非常必要的。因为，世界一体化的趋势已经形成，中国金融市场的对外开放只是一个时间问题，特别是中国加入 WTO 以后，这方面的问题会更加突出。但从目前的实际情况来看，国内金融机构无论在资金实力、管理技术方面，还是在业务开拓、市场竞争力方面，都无法与国际上著名的金融机构相抗衡。

2. 国内金融市场风险的防范

（1）提高金融产品的市场化程度、减少行政干预，提高金融产品质量，增强投资者的信心。金融市场化程度低、行政干预过多是导致金融机构风险的重要因素。因此，我们要学会用市场法则来管理市场经济，避免用那些证明不仅是行之无效而且是有害的行政干预。以我国企业债券市场为例，我国对企业债券市场的控制是以“额度管理”为特色，这一方法虽然曾对企业债券的发展起到过积极作用，但随着能源、交通、原材料等基础产业部门通过企业债券进行融资的需求不断上升，随着社会主义市场经济体制的建立和完善，额度管理将越来越无法适应经济发展的要求，取消债券的额度管理应是大势所趋。

（2）建立科学的金融产品定价体系。高风险、高回报是市场经济的一个重要法则。根据这个法则，如果一个投资者想要获得高的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资回报，那么，这个投资者就要承担较高的风险；同样，一个融资者要想以较低的成本融进资金，他就必须有一个较高的信誉，否则，他就必须付出较高的融资成本和代价。因为，在市场经济中，信誉也是有价值的，不同的信用等级的融资者虽然都可以在市场上融得资金，但为融入资金所支付的成本是不一样的，AAA 级企业和 CCC 级企业的筹资成本应该有较大的区别，因为投资者承担的风险不同。如果说 AAA 企业的融资成本为同期国债收益率（基准利率）上加 30 个基本点，那么，CCC 企业就应该在同期国债收益率上加 200 ~ 300 个基本点。这一法则对任何市场、任何企业都是适合的。

（3）建立企业评级体制，树立中介机构信誉。为了保证市场的透明度，减少金融机构承担的信用风险，必须建立起一套规范的企业评级制度。

（4）建立中国金融市场上的机构投资者队伍。成熟的市场需要成熟的投资者。同时，也只有投资者成熟了，中国的债券市场才可能真正走向成熟。缺乏机构投资者是制约中国证券市场发展和规范的重要因素，在成熟的投资者队伍建立起来之前，中国的证券市场（当然包括企业债券市场）的规范、发展和成熟是不可想象的。

（5）加强金融市场的基础建设，建立统一的债券登记、保管和清算中心，加快资金的清算速度，减少资金在途时间。科学、安全、高效的人民币债券保管和清算系统是规范和完善企业债券市场所必须的基础设施，是推动人民币证券市场走向成熟的重要前提。

（6）大力发展中国证券二级市场。二级市场是证券市场的生命线。如果一个市场只有一级市场，而没有发达的二级市场，那么，这个市场就不可能发展壮大。

（7）大力发展国债市场，早日建立人民币市场的基准利率。缺乏基准利率是制约我国人民币企业债券等金融产品定价的重要因素，也是我国利率市场化的重要障碍。因此，要使人民币债券的定价市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场化,要建立一个合理和科学的企业债券定价体系,就必须建立我国的人民币基准利率。市场经济的发展经验证明,在众多的金融产品中,能担负起人民币基准利率重任的只能是国债产品。因此,我们要大力发展国债市场,早日建立我国的人民币基准利率。

(二)金融机构内部风险的防范建议

1. 健全风险管理的机构设置

金融机构的风险控制是一项涉及到金融机构全局的大事,因此,要使风险控制工作做到系统化、经常化和制度化,就必须设立专门的风险管理部门,从机构设置上保证风险管理政策制定的严肃性、连续行和可行性。国际金融市场上成功的金融机构都设有风险管理的专业部门。一般来讲,风险管理的部门由以下几方面组成:

(1)风险管理委员会。风险管理委员会是金融机构进行风险管理的最高权力机构,一般由金融机构的三位高级管理人员组成,即财务总监、风险管理部经理和公司的总律师。风险管理委员会的主席一般由财务总监担任。风险管理委员会对金融机构的董事会负责。

风险管理委员会可根据业务需要,设立不同的专业委员会,以负责金融机构业务方面的具体事宜。通常情况下,风险管理委员会都会设立如下两个专业委员会即:一是法律风险专业委员会,其职责是建立金融机构的政策和经营原则,保证金融机构的所有业务均与当地的有关法律一致,避免法律纠纷。法律风险专业委员会由公司风险管理部经理和至少两名法律部门人员组成。另一个是运作风险专业委员会,其职责是建立金融机构的操作政策及操作程序,以减少和避免金融机构的操作风险。操作风险专业委员会应由公司的风险管理部经理及财务部、信息部、内部审计部和操作部人员组成。

风险管理委员会的日常工作由风险管理经理负责,风险管理经理是由一个独立的风险管理部的负责人担任。风险管理经理由董事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会的执行委员会提名确定,并向公司的财务总监负责。风险经理将负责监控公司整体的风险状况。公司风险经理的职责包括(并不限于):①领导金融机构的风险管理部;②经常性地检查金融机构的总体资本和其他方面风险程度;③提供风险限度的建议和审批即超出一般风险限度的特殊业务;④负责金融机构范围内的有关风险管理及风险资本充足方面与监管机构协调的事宜。

(2)市场风险管理部。市场风险部将负责金融机构的市场风险状况,包括(并不局限于)监控所有分部、地区及不同产品的市场风险。其职责包括:①发展及提高整个金融机构连贯的风险管理和监控标准;②定期地核查公司对于风险限定的遵守情况;③建立并核查公司的最小风险信息收集和存储标准;④建立风险评价和风险汇总模型;⑤检查压力测试;⑥与财务部门协作,执行并复核风险及盈亏分析;⑦与财务部门协作,推荐一个客观的、稳定的公司整体的风险评价政策;⑧当公司的风险暴露超出公司政策允许的限定时,向公司的风险经理和风险管理委员会推荐合理的处理措施;⑨向公司的风险经理、财务总监、总裁或风险管理委员会报告有关市场、风险管理和风险监控方面的进展,并提供具体的建议。

(3)信用风险管理部。信用风险管理部是负责管理和监控公司在开展业务时所面临的信用方面的风险,在与公司的发展目标一致的前提下,尽可能地降低公司由于交易对方的信用问题带来的损失。信用风险管理部由总裁提名的信用风险管理部经理领导,向公司的风险经理报告。信用部门的职责包括:①管理公司的信用标准;②发展信用风险衡量标准;③建立交易对手的信用限制;④进行信用评估及信用监测;⑤经常性地监测单个客户信用的极限;⑥检查信用风险的限制的执行情况;⑦当公司信用风险超出制定的限制时,向风险管理委员会推荐合适的措施;⑧监测信用趋势。

(4)内部审计部。内部审计部定期地核查公司的运营及控制环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境。内部审计部的负责人由公司总裁指定并向公司的风险经理报告。内部审计部同时也向公司董事会的审计委员会报告。

除了上述部门之外，金融机构的其他部门如财务部、公司司库部、信息技术部、法律部、税务及运作部也对金融机构的风险管理政策的执行和监督负有责任。同时，各业务部门也要设立风险管理方面的专职人员，如金融机构的固定收益部、股票交易部、商品期货交易部、外汇交易部等风险较大的业务部门，都要设立风险管理方面的经理，以负责本部门的风险管理；各交易小组要设立小组的风险管理经理，以负责本小组的风险管理；每一个业务人员也要负责自己业务方面的风险管理。这样，金融机构的风险管理政策就会贯穿到整个金融机构的每一个细胞，真正把风险管理落到实处。

一般来讲，业务部门的风险经理由各交易部门的负责人担任。部门风险经理将负责管理、监控公司本交易部门的总体风险状况。部门风险经理的职责包括：①监督各交易小组的风险经理；②复查主要的交易头寸；③确定每一交易集体或小组的市场风险限度；④监控并督促风险限定的执行；⑤核准各交易小组的超出公司风险政策规定的风险限制；⑥检查并加强头寸风险管理政策；⑦核准评价及风险模型；⑧进行并检查“压力测试”；⑨检查盈亏状况、头寸、风险管理的报告；⑩向公司的风险经理报告异常风险变动和头寸发展状况；⑪强化公司在风险管理和控制上投入足够的具备相应技术的人员和技术资源；⑫提供新的交易建议及相应的风险管理界限给风险经理等。

小组风险经理是由部门风险经理指定，小组风险经理负责管理交易小组的总体风险，其责任包括：①监督业务人员；②监控并加强风险界限的执行并服从公司信用政委员会政策；③当交易超出公司的风险限定时向部门风险经理请示认可；④核查交易的头寸状况，包括头寸的套期是否合理及是否进行了良好的维护；⑤核查并贯彻头寸管理政策；⑥进行并核查“压力测试”；⑦向部门风险经理报告异常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场状况、盈亏及头寸情况。

业务小组内的业务人员负责管理自己的交易风险组合。其职责包括(并不局限于):①遵守公司的市场风险限定及公司的信用政策;②对于超出公司风险限定的交易向部门风险经理请示;③确保公司头寸合理并完整地运作;④遵守公司的头寸报告政策;⑤核对公司的交易头寸。

2. 建立明确的授权制度

金融机构要使风险管理有章可循,必须对各项业务的运作做出明确的授权制度,使金融机构的各级管理部门和管理人员知道哪些是该自己负责的,哪些是需要请示上级部门的,只有建立了一套严格的授权制度,金融机构的工作才会有条不紊。具体来讲,金融机构应明确以下方面的授权:

(1)原有业务的授权。金融机构的分支机构和各业务部门必须在公司授权的业务范围和权限内开展业务。被公司授权开展的各项交易业务,必须遵照公司规定的政策办理,不能随意扩大或缩小业务范围和工作权限。严格遵守授权制度是保证金融机构健康发展的重要基础。

(2)新业务的授权。金融机构每开展一项新的业务,都要由金融机构的风险管理委员会进行授权。这里讲的新业务包括:①新的金融产品发展计划;②在新的市场和地区里开展交易业务等。凡是对公司整体的风险管理产生影响的新业务计划,均必须报经风险管理委员会进行评估并批准。公司的风险经理,并相关交易的部门经理须将开展此新的交易活动所带来的潜在风险报告给风险管理委员会。只有当金融机构的风险管理委员会同意开展一项新业务并发出授权后,该项业务才可以正式进行运作。

3. 几种具体风险的管理

(1)市场风险管理的措施。一般来讲,对市场风险的管理主要是通过建立各种风险限额来实现的。一个金融机构的实力较强,而且有能力和愿意承担较大的市场风险,它就可以核定一个比较大的交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易金额。如一家金融机构规定，它运用在股票自营方面的自由资本金最大额度为1个亿人民币。那么，该金融机构在任何时候持有的股票自营头寸都不应超过此限额。为了将金融机构的市场风险控制在该金融机构可以承受的范围内，金融机构应将各种限额明确地规定出来，以使该金融机构的每一个人员都心中有数。这样，该金融机构的风险限额就不会超出总目标。

为了实现对市场风险的有效控制，必须做好如下工作：

①必须加强对风险值考核。风险值，或相当于交易部门设定的信用风险限额的风险值，市场风险部每天都应按公司、交易部、业务单位和小组分类进行计算，并与市场风险限额相比较。风险值是根据前一天业务停止时直接从交易部风险系统得到的头寸数来确定的。市场风险部每天准备风险值报告，并提交给总裁、财务总监、公司风险经理和财务主管。市场风险部至少每季度准备一份风险值的历史分析，并提交金融和风险管理委员会。

②必须加强对风险头寸的管理。每个交易部每天都要采取与该部门市场风险限额一致的市场风险管理措施计算风险头寸，并与交易部的市场风险限额相比较。每个交易部每天都要准备交易部的风险报告并提交给公司风险经理、财务主管和相关的部门风险经理。

③必须建立头寸报告制度。头寸报告每天由业务部财务主管或交易部为所有业务部准备，并由每个部门风险经理决定，然后在交易部内分发。

④必须建立即时的损益表制度。损益表每天由财务部准备，或由交易小组准备然后由财务部检查调整。财务部应准备工作小组、业务单位和交易部的损益表，并根据部门风险经理的决定在交易部内分发。合并的损益表应每周提交公司的执行委员会。市场风险部应每日根据财务部准备的历史损益数据分析做出一份每日概要，报告给总裁、财务总监和公司风险经理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(2)信用风险管理措施。金融机构的信用风险是通过信贷部管理和确定的信用风险总额和每个客户的信用风险限额来控制风险的。信用风险管理主要是信贷部的责任,但公司的雇员都有责任令公司免受信用风险的损失。同时,只有信贷部、部门风险经理、工作小组风险经理和业务人员按授权准则的要求履行业务,才能使公司的风险管理更加有效。

为了保证金融机构授信额度的公正,同时将金融机构自身的信用风险降低到最低限度,金融机构的信贷部都将成立几个行业委员会负责对特定的行业进行资信评定,概括来讲,一般分为:①经纪人、顾问和业务人员委员会——检查和审批经纪人/业务人员、投资银行、基金经理、衡平基金、业务人员和交易公司的信用等级。②银行委员会——检查和审批商业银行、储蓄银行和抵押贷款银行的信用等级。③保险和公用事业委员会——检查和审批保险公司、健康护理公司和公用事业的信用等级。④工业委员会——检查和审批运输、重工业、能源(开采、生产、冶炼和市场投放)、零售、食品加工、印刷、新闻、电脑、消费品和其他工业的信用等级。政府和市政府也在该委员会的管辖范围之内。这些信用委员会每周都开一次会,讨论信用风险管理方面的问题,包括对原有信用限额的考核、对新交易对手的额度核定。在正规的金融机构中,信贷部对信用等级为 AAA 或 AA 的企业,至少每 24 个月检查一次,信用等级为 A 的,至少每 18 个月检查一次,以便随时更新交易对手的信用评级。

(3)资金融通及资本金风险管理措施。对金融机构来讲,在需要的时候能够及时地融入资金是至关重要的。因此,金融机构必须建立一整套资金融通和资本金管理计划,保证金融机构在任何时候都能融入自己所必须的资金。为了做到这一点,金融机构必须有一套严格的资金融通计划,包括:

①长期资金融通。金融机构在平衡其资产负债比例时要实行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“长期资金融通”策略。长期资金融通策略可保证公司负债的到期日等于或超过资产的预计期限或这些资产若“坏死”时预计的清算期。长期资金融通策略可保证公司的现金资本和资金融通偶然事件计划在可用融资收缩时能够充分执行。

②抵押性资金融通渠道的运用。金融机构要试图扩大抵押性短期借款渠道。通过重点采用抵押性融资，比如政府债券回购、国内外证券贷款和担保银行贷款、公司可限制在财务危机期间更易变成坏账的短期无担保融资的增长。

③在市场不景气时设定流动性弹性。金融机构在条件许可时设定一个流动性“弹性”，即将一定数量的资金投资于隔夜证券市场或隔夜存款形成弹性资金用以减少财务不景气时借款不足期的潜在风险。

与此同时，金融机构要建立严格的资本金管理政策，具体包括：

①现金资本金政策。现金资本金政策的制定是用于保证财务危机时资金的稳定性。金融机构要一直保持正的现金资本金头寸的政策。正的现金资本金头寸是指公司要有足够的具有长期流动性的资金来源（资本金、长期负债、未缴税金和准备金）用以和不可抵押的资产保持平衡，并且在无法采用无担保借款时用来满足担保借款预支的需求。

②流动性政策。金融机构的流动性政策，保证有足够的第一和第二流动性的资金来源来应付短期非抵押借款的经常性偿付。流动性政策要求保持现金和非抵押的可流通债券至少等于短期无担保借款的 100%（“速动比率”）。在确定速动比率时，无担保的短期借款包括商业票据、无担保银行贷款和信用证、市政再投资、君子票据（Master Notes）和长期负债的短期部分。

③资金保障政策。金融机构的资金保障政策要求长期保持一个未用的资金来源，还要求金融机构保持 20% 的未用的短期融资来源盈余（“资金保障比率”）。这种未用的短期资金来源是用于在其他来源不畅时。配合流动性政策，资金保障政策保证金融机构有足够

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的融资能力进行运作，防止资金来源的间歇性收缩，并保证资金供求以适当的比率增长。

④长期负债资本政策。用长期负债（和其他长期资金来源）融通一部分库存和所有非流动性资产，金融机构可免于受到短期资金需求的困扰。一般长期负债和资本的比率应为60%。

（4）运作风险的管理措施。金融机构控制运作风险的目标是减少人工操作错误的频率和克服金融机构运作系统的缺陷。这要靠采用能防止、查出和改正这些缺陷的程序和系统来实现的。具体来讲，包括：

①建立严格的交易执行、后台运作和结算纪律，保证各项工作安全运作。具体表现在：a. 交易程序。所有交易都应在一定时间内反映在公司账簿上。运作部应将交易记录与收到的金融产品的确认进行对照，保证交易信息的完整。b. 确认程序。所有交易活动记录应定时取得并进行确认。业务人员应立即将所有相关的必要信息交给运作部，或相关的文件部门来确认交易。对于复杂的需手工做出确认的交易，业务人员需检查并在确认书上签字以保证准确性。业务人员和销售人员应立即解决和交易对手有关的交易条款的争议，并确定授权事后修改确认书的准则。c. 交易调整。所有头寸都应准确记录。业务人员每天结束之前都应检查其全部头寸，并向运作部报告其任何错误和疏漏。出现差异应立即调查，并且系统应根据更正的结果进行更新。d. 现金偿付。付款指示应根据有效的交易和真实的交易对手信息来准备和监督。付款时应由某个确定的部门进入付款系统。建立授权等级制，根据偿付的种类和金额进行分工。金融机构要对其银行账户定期调整和核对。e. 控制证券的交收。控制证券的交收以减少证券反向交割和收到的证券价值不对而造成损失的风险。在进行证券交割时，要使用付款交单，即付券与付款对应，尽可能地使用清算公司的代保管和代理功能。

②要建立严格的报告制度。a. 损益报告。金融机构的财务部每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天都要向管理层提交所有敞口头寸和已平仓头寸的损益报告。b. 头寸估价。金融机构所有头寸都应根据公司估价方法准确估价。

(5)法律风险的管理措施。法律风险的设计是用于帮助金融机构遵守适用的法规和条例要求,同时减少大范围的法律风险。此外,金融机构采用了适当的政策,例如,雇员行为准则,包括好的业务行为,用于减少利用职位之便的风险。

总之,中国金融机构虽然存在着风险,虽然还有许多管理不完善的地方,但只要中国政府能够审时度势,及时对金融机构的风险进行有效化解,中国的金融机构就会得到健康发展。值得庆幸的是,为了防范金融风险,提高中国金融机构的整体抗风险能力,避免中国出现金融危机,中国政府已经并正在继续进行卓有成效的工作来防范和化解金融风险。概括起来,主要有以下九项重大举措:完成了中央银行管理体制的改革,改进了党组织对金融机构的领导体制,建立了对银行业、保险业、债券业分业经营、分业监管的体制,取消了对国有商业银行的贷款规模限额控制,下调了金融机构存款准备金利率,中央财政发行了 2700 亿元特别国债补充国有独资商业银行的资本金,实行了贷款质量无级分类制度试点,国有独资商业银行省分行与省会城市分行合并,关闭资不抵债的金融机构等。与此同时,中国政府参照其他国家的做法,结合我国实际,正在组建金融资产管理公司,探索处理国有商业银行不良贷款的有效方式。组建金融资产管理公司,有利于改善商业银行资产负债结构,有利于集中处理和管理不良资产,有利于新老账分开、对新的贷款实行严格的责任制。

我相信通过这一系列严格和富有成效的措施,中国金融机构能够化解自身的风险,从而使整个中国金融机构得到健康的发展。

(该文写于 1998 年。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险管理的本质:变企业市场风险的不确定性为可预测

进入本世纪以来,我们所生活的世界一个最突出特点就是不确定性越来越大,概括起来主要表现在:

1. 地缘政治的不确定性

"911"发生后,地缘政治的进一步紧张,世界恐怖主义未能得到有效控制,其威胁不是在缩小,而是在扩大。除此以外,其他地缘政治因素也在恶化,如台海、朝美、美伊等关系紧张,如果处理不当,有可能导致地区冲突和局部战争,对世界经济和金融市场会产生巨大冲击。

2. 汇率的不确定性

自2001年开始,美国在全球经济中的角色发生了很大变化,美国从全球的投资场所逐步演变为全球高新技术产品和服务的提供者,放弃"强势美元"政策有利于美国开拓市场和增加出口。因此,美国不断要求中国、日本等出口大国对本国货币进行升值。另外,美国双赤字的存在,为国际外汇市场也埋下了重大隐患。美国2005年的经常项目赤字达到7354亿美元左右、财政赤字达到3186亿美元左右。到2006年情况并没有好转,美国双赤字的飙升将有可能导致美元汇率下跌,甚至发生美元危机。

除了经济的基本面变化会导致外汇市场动荡外,国际游资、套利资金也在为国际汇市的动荡推波助澜,全世界的套利基金和游资达数十万亿美元,加上每日2万亿美元的外汇市场交易量,使任何一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构都难以驾驭外汇市场的走势。

3. 利率的不确定性

各国中央银行货币政策的不确定性,导致利率市场变化无常。何时加息？何时减息？很难预测。短期利率的变化会对长期利率有何影响？市场也无简单的定理可循。如目前联邦基金利率已上升至5.25%,1年期LIBOR为5.11%,而美国10年期国债的收益率为4.442%。利率市场的这种突破常规的变化,使我们很难看懂市场。

4. 石油等商品价格的不确定性

世界经济的增长需要大量的能源消耗,据国际权威机构预测,目前,全球原油日需求量约为8200万桶,而全球的剩余生产能力仅为需求总量的1%左右。石油储量下降,加上投机行为的不断加大,世界原油价格一路狂升,从2001年最低时的每桶20美元左右上升至2006年9月份的63美元左右(在2006年8月7日最高达到78.94美元)。市场预测每桶石油价格有可能升至80至100美元。国际油价超乎想象的上涨,已经给航空公司等耗油大户企业造成了非常严重的财务负担。

据国际货币基金组织测算,石油价格每桶上涨10美元,会令世界经济增长率下降0.5个百分点,美国经济增长率下降0.2个百分点。如果原油价格真的上涨到100美元,世界经济会出现什么样的景象？现在恐怕无人能够想象。

在众多的不确定性中,有的是我们企业无法控制的,如地缘政治,但很多不确定性是可以通过金融市场工具进行风险回避的,如我们今天重点研讨的汇率、利率风险。

汇率、利率风险的不确定性,将会对一个企业的现金流、收益、利润产生很大的影响,如果不及时进行风险回避,当市场发生不利的情况时,企业的赢利就会受到很大的损失,对此,万科董事长王石对于因汇率变化给企业带来的非预期损失有非常深的体会,他在其自传

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《道路与梦想》一书中有非常详细的描述，他说：1985年的一天，中国人民银行宣布人民币兑美元汇率贬值18%，从1美元兑2.8元人民币贬值至1美元兑3.3元人民币。该公司因800万美元的购汇损失就达到400万元人民币，而该公司当年的利润也就是500多万！可见，汇率变化对一个企业的利润影响有多大！

当前，汇率巨幅波动的事实不仅依然存在，而且波动的幅度一点也没有减少，以美元兑欧元为例，美元兑欧元在2002年至2004年的两年中贬值了55%，而在2005年又升值17%左右，2006以来美元又贬值近11%（年初为1.20，目前为1.3327）。

另外，币值稳定多年的人民币在2005年7月21日突然升值2.1%，标志着人民币不再与美元挂钩，人民币对外币的汇率将逐步由市场供求决定。国内企业现在面临的汇率风险不是缩小了，而是在不断加大，企业经营一定要把汇率等市场变动的因素考虑在内，要把企业不能承受的不确定因素回避掉。

总之，企业要想集中精力做好主营业务，并赚取稳定且可预测的利润，就需要有一个稳定的、可预测的财务成本。为此，企业在制定年度预算时，就要对自身难以控制但对企业财务状况影响较大的汇率、利率因素进行分析，并测算出企业可以承受的成本基准，然后利用金融工具将这些风险锁定，同时，将锁定风险所花费的成本作为与贷款利息一样的财务成本一并考虑在预算中。

企业的财务成本锁定以后，就可以专注于其主营业务，并通过有效的市场营销、质量管理、产品创新来参与市场竞争，把自己的主营业务做强做大。

（该文写于2006年。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五部分　股票市场

【要点】

自从1984年1月我国第一只股票“飞乐音响”发行以来，中国的股票市场取得了举世瞩目的骄人业绩，到2007年8月底，境内上市公司数量为1504家，境外上市公司数量为147家，已流通股份为7010亿股，尚未流通股份为17167亿股，我国一大批支柱产业成为公众公司，这对改善我国上市企业治理结构、提高我国直接融资比重、减少我国企业对银行贷款等间接融资方式的依赖、降低我国金融市场的系统性风险、提高我国企业的国际竞争力起到了非常重大的作用。

在我国股票一级市场快速发展的同时，我国股票的二级市场业也取得了很大的成绩，主要表现在机构投资者不断壮大，到2007年10月份，机构投资者持有的流通股市值比例超过49%；二级市场交易日趋活跃，日均成交金额逐步增加，2007年1～8月份，日均成交金额为2005亿元；股票市值迅速提高，2007年10月15日达到了27万亿元。

我国股票市场成绩斐然，但仍然属于新兴市场，相对于温家宝总理在2007年3月16日的记者招待会上提出“我关注股市的发展，但更关注股票市场的健康”、“我们的目标是建立一个成熟的资本市场”，无论是一级市场，还是二级市场都还任重道远，都还有很多需要完善的地方。

那么，什么样的股票市场才是成熟的市场呢？全国人大副委员长、著名经济专家成思危先生在一篇文章中做出了很好的回答：股市的基础作用就是既为投资者提供直接投资的机会，也为企业提供直接融资的机会。一个成熟的股票市场是适度投机的市场，在投资行为与投机行为之间保持着动态的平衡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要分享 不要炒作

——对个人参与股市的一点建议

我一直不建议个人炒股,但我并不反对个人参与股市。股市是一国经济的晴雨表,也是实体经济发展状况的外在表现,同时,还是个人分享经济发展成果的重要渠道和方式。特别是在流动性过剩、人民币实际利率为负数的今天,个人要想使自身的财富保值和增值,投资股票也许是一个必然的选择。

那么,个人如何才能分享经济发展的成果呢?我认为,分享的重要方式就是要抱着投资的心态而不是投机的心态进入股票二级市场。所谓投资,是指买入的股票具有投资价值,即每股投资回报率(每股收益/每股价格)高于无信用风险的国债投资收益率,也就是说,如果5年期国债的收益率为4.5%,那么,买入股票的每股投资回报率至少在5%以上,因为,投资股票还要承担很大的信用风险,一旦企业破产或倒闭,股票持有人将面临本金的损失。

个人投资者要做到投资股票而非投机股票,就需要选择具有投资价值的股票,所谓具有投资价值的股票,按照投资大师杰明·格雷厄姆在《证券分析》一书中对投资的界定,投资是指根据详尽的分析、本金安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。从辞源学的角度看,投机意指前瞻未来(looking forward);而投资是“被赋予的利益(vested interests)”与承袭于过去的财产权或价值一词同源。杰明·格雷厄姆进一步指出普通股投资的三重标准:①适量的和准时的股息回报;②稳定的和充足的收益纪录;③足量的有形资产的保障。依据其他评判标准做出的购买决策将被视为一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投机，而投机决策的形成无须严密分析的支持。

从国内外成功投资股市的经验来看，要做一个合格股票投资者，至少需要具备以下六方面的素质：

(1)坚实的经济理论。股市是对实体经济的反映，虽有其自身规律，但风筝飞得再高，其根还在放风筝者手中。炒股的人，一定要对经济发展的一般规律，包括商品的供求关系、经济基础和上层建筑、货币政策、财政政策、经济周期、通货膨胀等有一个深刻的理解。

(2)丰富的实战经验。股市是一门实践性很强的行业，光有满腹经纶是不够的，如果不亲自在股海中遨游，永远只能是纸上谈兵。

(3)适者生存的心态。股市是公海，这里没有慈善机构，大家皆为利来，大鱼吃小鱼、快鱼吃慢鱼是股市的生存法则，参加了这个游戏，就得按股市的规则办事，否则，就无法生存。

(4)不感情用事的理智行为。盈亏是股市中家常便饭，做股票的人要盈亏不惊，进退有度，一切尽在自己的掌控之中，千万不可遇事冲动。

(5)非凡的市场判断力。对市场的任何变化(特别是趋势性变化)要有常人不具备的判断力，做股票的人要像经验丰富的牧羊人在还没有看到狼群就能够感到危险即将到来一样，能够看到、听到常人看不到、听不到的危险信号，并提前做好应对准备，有时可能没有理由。

(6)超人的毅力。股市中没有一帆风顺的航船，常年行船总会遇上风浪，总会遇上逆境，特别是遇上多数人认为不可克服的逆境，如美国纳斯达克股市 4 年多的持续泡沫，像巴菲特那些不买科技股的基金经理需要有很大的毅力和勇气，当时，很多人都认为巴菲特已经过时。

只要根据杰明·格雷厄姆大师的普通股投资三重标准进行股票操作，并具备了投资股票的六个基本条件，个人股民就能够既分享我国经济快速发展的成果，又不会因盲目炒作而劳神伤财。

(该文写于 2007 年。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全面发挥股票市场作用的重大举措

——对新股发行方式改革的几点看法

1999 年 7 月 28 日，中国证监会发布了《关于进一步完善股票发行方式的通知》，对新股发行方式做出了重大改革，主要包括：公司股本总额在 4 亿元以上的公司，可采用对一般投资者上网发行和对法人配售相结合的方式发行股票；对一般法人和战略投资者做了明确的定义，并对其持股时间进行了分别规定；股票的发行价格由市场确定；用于配售部分的股票，不得少于公开发行量的 25%，不得多于公开发行量的 75%；明确了国有企业和国有控股的企业、上市公司及其他法人可以参与股票配售，但资金来源必须符合国家规定等。这些改革将对中国资本市场的发展产生重大影响。

一、“摸着石头过河”的国内股票发行史

用“摸着石头过河”比喻中国股票发行方式的演变是最贴切不过了。从 1984 年 1 月我国第一只股票“飞乐音响”开始，中国的股票发行经历了内部认购、排队门售、发售认购表(证)、专项存单、全额预交款比例配售、上网定价直到目前的法人配售和网上发行相结合的发行方式，可以说是一个在摸索中逐步走向规范、公开和成熟的发展过程。

1. 内部认购形式

经中国人民银行上海分行批准，飞乐音响于 1984 年 1 月初发行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了社会法人股0.3万股、内部职工股0.7万股，总股本为1万股，共筹集资金50万元。这是新中国成立以来发行的第一只股票，标志着中国股票发行市场的诞生。

2. 排队门售方式

当新中国第一张股票采用内部认购方式发行后，引起了投资者的不满，于是在1985年1月14日，我国首次登报，向社会公开发行延中实业股票，数千人通宵排队，上海的南京路、江宁路一带为此交通堵塞，投资者对这种发行方式仍不满意。

3. 新股认购表(证)方式

1994年以前，新股发行基本上采取的都是这种发行方式。投资者认购新股时，先要购买该股的认购申请表，申请表在规定的时间内无限量发行，承销商通过摇号抽签产生中签号码，投资者凭中签的申请表办理购买手续。由于申请表本身价格较高，又集中在股票发行地发行，不仅增加了认购新股的成本，而且外地投资者很不方便，这种发行方式很快又被淘汰。

4. 专项存单方式

1993年后期，在继续实行新股认购表方式的同时，部分新股发行采用了与储蓄存款挂钩的专项存单方式。投资者在规定期限内，可无限量认购新股专项全额定期存单，摇号中签后以中签单抵缴股款，未中签存单按定期存款计息，不得转让和提前支取。

5. 全额预缴款、比例配售发行方式

1994年以后，新股发行又出现了全额预缴款、比例配售发行方式，即投资者在规定的期限内，按发行价格、发行费用和认购数量缴足所需款，承销商汇总有效认购数量，依据发行数量决定配售比例，然后按这一比例将投资者实际购买的股票数量分配到投资者的股东账户上，余款予以退还。这一方式的缺点在于认购周期长、环节多、范围还不够广。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 上网竞价和上网定价发行方式

这两种发行方式都是利用证券交易所系统在指定的时间内向所有投资者发行新股的方式。投资者认购前需要开立股票资金账户，存入足够的认购资金。

上网竞价是指主承销商按照发行公司确定的底价将发行股票总数录入到承销商在交易所的股票专户，投资者以不低于底价和不超过限购数量进行申购。申购结束后，由交易系统按照价格优先、时间优先的原则累计有效申购数量，当累计数量等于或略大于本次发行的实际价格，所有申购价格高于该发行价格的有效申购均按此价格认购新股。由于上网竞价可能导致发行价格过高，加大股票市场风险，该发行方式已被停止使用。

上网定价是指发行公司和承销商制定发行价格，投资者按此价格进行申购，申购结束后，交易系统汇总全部有效申购数量，并对每一笔进行配号，承销商根据发行总量与申购总量之比确定中签率，并对申购配号进行摇号抽签，申购者根据中签号码确定认购股数，未中签的申购款予以退还。由于该发行方式能够充分利用现代信息技术，覆盖面广，而且发行需要的时间短，该方式目前仍被继续使用。

二、原有股票发行方式为什么需要改革

作为证券市场的一个重要组成部分，股票发行是一家公司从改制到最终步入证券市场不可或缺的环节，而发行方式的选择是其中的关键。因为，看似简单的发行方式融合了多种的市场功能，对大到市场、小至单个发股公司都有着重要影响。

在我国，股票发行采取国家制定额度计划，然后切块分割到地方、部门的做法。在此背景下，新股额度是“奇货可居”的资源，如何通过恰当的发行方式，公平、公正地在社会公众之间进行分配，事关

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

证券市场的发展和稳定的大局。从股票发行方式的沿革也可以看出，股票发行方式的每一次变革，都是向“三公”原则的靠拢。从这个意义上讲，原有股票发行方式对中国股票市场在短期内取得目前的发展成就做出了巨大贡献，应该对每一步艰苦的探索予以肯定。

原有股票发行方式的历史功绩不可磨灭，但其自身确有许多缺陷，主要表现在：

(1)股权分散，流通股的持有人无法形成对公司经营者有效监督，上市公司仍然为内部人控制。由于不少上市公司的流通股份占公司股本的比例较小，而不流通的国有股和法人股仍是企业的大股东，上市企业的管理行为与国有企业没有实际上的区别，上市公司的董事长和主要管理人员都是从国有企业委派的，上市公司管理人员的地位不是来源于公司经营的业绩，而是决定于国有股东的好恶。

(2)投资者资金量小，市场无法接纳大盘股上市。三年解决国有企业问题是我国经济体制改革的战略目标之一，其中一个途径就是改制上市，但国有企业的盘子都比较大，而市场参与者又以个体投资者为主，市场的承受力有限，因此，在上市过程中，就不得不将企业的股份划分为流通股和非流通股，严重影响了国有企业改制的速度和效果。

(3)定价方式的不科学，发行价和二级市场差价较大，容易产生二级市场的过度投机。由于市场的投资者以个体为主，单个投资者的购买力极其有限，发行人和承销商无法从投资者中得出一个合理的股票发行价位。因此，只能采取行政性的定价方式，新股的发行市盈率均定在 15 倍左右，这就导致了一、二级市场的巨额差价，为二级市场的过度投机埋下了不良种子。

(4)认购方式的局限，容易导致证券市场的违规现象发生，不少机构为了认购新股，常常挪用其他投资人的股东账户，有的机构还购买身份证开立虚假股东账户。为了照顾中小投资者的利益，在每次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发行新股的公告中对每一个股东账户的最大申购金额定了上限，根据申购规定，即使投资者有资金，但如果没有股东账户，也不能进行足额申购。这种发行方式在客观上就为大机构的违规操作提供了借口。大机构用多个股东账户（违规）进行违规申购新股就成了中国证券市场中公开的"秘密"。

(5)缺乏对上市公司信息披露真伪辨别的能力，容易产生红光实业那样的欺骗行为。由于发行股票的审批权在证监会，加上一二级市场的天然差价和个体投资者自身条件的客观限制，导致投资者不关心发股企业的实际价值。投资者的结论是：只要政府同意发，只要能认购到新股，就能够赚钱，至于发股企业的好坏好像与己无关。

三、新的股票发行方式新在何处

(1)与国际惯例进行了接轨，使中国股票的发行方式更加合理和科学。公司股本总额在 4 亿元以上的公司，可采用对一般投资者上网发行和对法人配售相结合的方式发行股票。

(2)对一般法人和战略投资者做了明确的定义，并对其持股时间进行了分别规定，使中国资本市场上出现了真正的机构投资人群体。

(3)股票的发行价格由市场确定，避免了行政定价的弊端，同时，也减少了一、二级市场的不合理差价。

(4)第一次规定了机构投资者的最低持股比例，克服了上市公司信息披露不充分的弊端，又防止了机构大户的操纵。每一只用于配售部分的股票，不得少于公开发行量的 25%，不得多于公开发行量的 75%。

(5)明确了国有企业和国有控股的企业、上市公司及其他法人可以参与股票配售，但资金来源必须符合国家规定等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四、为什么说新股发行方式功在当代利在长远

中国股票市场发展到现在已经到了一个关键时刻,需要进行重新定位,否则就无法进一步发展。经过十多年的发展,股票市场的融资功能已被充分开发,但股票市场更重要的功能包括企业改制、利用资本市场实行重组和兼并等功能则远没有得到发挥。股票市场功能发挥不出来的原因很多,但一个重要原因就是原股票发行方式不科学。股票发行方式这一步棋走好,整个资本市场的全盘棋都将被激活。新的发行方式除了可以解决国有大盘企业上市、减少股票市场的过度投机行为、有利于机构投资者的发展等因素外,我认为最重大的意义在于:

1. 有利于真正实现公司治理结构(Corporate Governance)

上市不改制是目前上市公司存在的一个重要问题,究其原因,主要是上市公司的主要大股东仍是原来的国有企业,公司上市流通的股票最多为30%股权,上市公司的主要管理人员名义上为股东大会选举产生,实际上仍由原来的国有企业委派。在这种情况下,很难想象企业一上市就能从根本上改变原有的经营管理模式。实行新的发行方式后,上市企业就没有必要再区分流通股和非流通股,企业可以将全部股票上市流通。这样,投资者持有还是出售股票的权利将回到投资者手中,如果一个上市企业不能使股东的投资最大化,投资者有权更换管理人员或卖掉股票,投资者就会通过用手或用脚投票的方式迫使上市公司的管理人员对全体股东的利益负责,公司治理结构的实现才能顺理成章。

2. 有利于解决股票市场上的历史遗留问题和产权流通问题

受原额度管理等计划经济管理模式和市场投资者构成的影响,在现有上市企业中,真正可以上市流通的股份平均为上市公司总股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本的三分之一左右，也就是说，上市公司的70%股份不能流通。如果不改变原有发行方式，上市企业越多，不流通的股份也就越多，对资本市场产生的影响也就越大。由于上市公司的控股权仍然在国有企业手中，而且这部分股票不能流通。因此，可流通股份的投资者除了在二级市场上炒作外，不可能有其他（包括善意或恶意收购、用手或用脚投票）任何作为。同时，许多上市企业名为股份制企业，实际上成了国有控股企业的融资渠道，根本没有起到通过上市达到改制的目的，资本市场实际上变成了一个圈钱市场。大量上市公司的股份不能流通已经成了制约资本市场功能全面发挥的绊脚石，股票市场发展中的这些后遗症或绊脚石必须迅速解决，否则，对资本市场发展的不利影响越来越严重。

新股发行方式可以使新的企业在发行股票和上市时，不再区分可流通和非流通股份，所有股份均可流通，真正做到同股、同权、同价。在条件成熟时，使原来上市公司的国有股和法人股全部上市流通，最终使中国股票市场成为一个容量大、流通性好、投资者多样化、市场功能齐全的真正意义上的资本市场。这样，上市企业和投资者在股票市场上的活动空间就大了，投资者不仅可以在股票市场上赚取差价，而且可以通过用手或用脚投票的方式影响企业经营者的行为，使投资者能够真正体会到股东的地位和尊严。同时，机构投资者和战略投资者还可以通过善意或恶意收购来实现自己的战略意图。

总之，股票发行方式的改革不仅会对股票市场本身产生重大影响，而且对国有企业改制、公司治理结构实现、产权流动和全面发挥资本市场的功能都将发挥重大作用，可以说是功在当代，利在长远。

（该文写于1999年。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我为什么不“炒”股?

1. 股市如酒

当前,股票绝对是一个热门话题,可以说,已经到了无“股市”不成席的地步,只要有朋友聚会,无论话从哪里开始,谈话不超过三分钟,必然有人说到股市,而且只要一谈股市,谈话的人就会兴奋起来,原来不说话的人也会加入到这个魅力无穷的谈兴中来。

原来是无酒不成席,现在可以改为无股市、房市不成席。其实,仔细想来,酒与股市有异曲同工之妙。聚会之所以喝酒,一个主要原因就是酒可以使人兴奋,可以使人找到一个共同的谈话主题,可以使人迅速拉近距离,可以使人很快忘记陌生感,酒就是聚会的润滑剂和兴奋剂。现在看来,有了股市以后,人们聚会时不需要酒了,只要在聚会时加入股市的元素,酒的所有功能都可以被股市取代了。股市同样可以使人兴奋,同样可以使人忘记陌生,同样使人高谈阔论,同样使人废寝忘食

股市既然这么受人欢迎,那么,我为什么不建议个人“炒”股呢?这得从股票的本质特点来说,股票是一种有价证券,它是由企业发行的、没有到期期限、没有固定利息收入但可以在市场上买卖的一个权力凭证,它的收入主要来自企业分红和二级市场升值。目前,中国 A 股市场上流通的股票有 1400 支之多,涉及的行业五花八门,上市公司的规模有大有小,上市公司的所在地分布在天南海北,上市公司的业绩千差万别,上市公司公布的业绩有真有假,上市公司股票的价格有高有低,股票市场价格的涨跌有时更是莫名其妙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票市场的这些特点就给我们提出了一个现实的问题：我们买什么股票才能赚钱？我们凭什么去"炒"？我们凭什么在1400多只股票中选取能够赚钱的呢？难道我们凭股票代码的顺口？我们凭市场中的道听途说？

2."炒"字解读

"炒"是一个非常形象的字，《现代汉语字典》对"炒"这个字是这样解释的：烹调方法，把食物放在锅里加热并随时翻动使熟。看来，所谓"炒"就是要对物体不断地翻动，否则就成了煮或者蒸了，不断翻动就成了"炒"区别于其他烹饪方式的主要特征。

根据"炒"的定义，所谓"炒"股，就是要对已经放进自己"锅"的股票不断地翻动，只是翻动的方式不一样，"炒"股的翻动就是不断地买进卖出，买进股票就像买进做菜的原材料，卖出就是把"炒"好的菜放到盘子中，然后，端上餐桌，供就餐者食用。当然，烹饪水平不一样，"炒"出来的菜的味道也不一样，食客的评价也不一样，卖的价钱也不一样，"炒"家的收入也不一样。如果"炒"家属于烹饪高手，菜的味道鲜美、独特，能够抓住食客的胃，那么，生意就可能兴隆，钞票就会源源不断地流入；反之，如果厨艺平平，"炒"出的菜味道难咽，食客一去不复还，没有愿意再回头的客人，那么，饭馆也就得关张。

"炒"家要想做出美味佳肴，主要取决于三个条件：一是原料，料是基础，巧妇难做无米之炊，料好，就等于成功的一大半，如果是新鲜的深海鱼，简单一切，沾点酱油和绿芥茉生吃都很好；二是厨艺，艺高人胆大，手艺高强的精英厨师，可以化腐朽为神奇，根据不同的原料，经过合理的佐料搭配，并通过蒸、煮、烤、"炒"，就会做出令人垂涎三尺的美食；三是火候，不同的美食需要的加热量和速度是不一样的，爆"炒"小羊肉需要烈火，而营养丰富的老鸭汤则需要温火慢煮，没有适当的火候，也是做不出美食的。

现在的问题是作为一个业余的"炒"者，有金刚钻去实现"炒"家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的这三个必备条件吗？

3. 无法对上市公司进行尽职调查

有两句俗话说得好，一句是“人上一百，形形色色”；另一句是“林子大了，什么鸟都有”。

从全球股市的大林子来讲，中国的股市只是一片不大的小树林，即使如此，中国股市中的上市公司也达到了 1400 多家，每一家都不一样，每一家都有自己的特点，或高或矮、或胖或瘦、或美或丑、或大或小。从产业来讲，有能源、原材料、交通、金融、消费、信息技术、电信、公用设施、医疗、工业等，而且每一个产业又可以细分为许多子项目；从地域上看，有东、西、南、北、中五大地区，最南端的上市公司可能位于海南岛的三亚市，而最北端的上市公司可能位于黑龙江的黑河以北；从概念上讲，上市公司的股票又可以分为大盘蓝筹股和小盘绩优股、ST 类的垃圾股、含权股和非含权股、高市盈率股和低市盈率股、基金重仓股、QFII 减持股等等。

到底我们买哪支股票？既然“炒”股票是为了赚钱，在买之前，我们是否应该对 1400 家上市公司做一个分析比较，并从中选择最有升值空间的公司进行操作？但问题是，凭个人的力量、时间和精力，不可能对所有上市公司进行实地调研、不可能对所有的财务报表进行逐一分析、不可能保证所有的信息都真实可靠、不能对所有企业的未来的经营战略和发展潜力洞若观火。既然个人不可能像买菜或水果那样，亲自到市场对每一类菜、水果都观颜察色，甚至亲口品尝，那凭什么说谁好谁差呢？如果对股票所代表的实体企业缺乏真实的第一手了解，那个人投资者就只能凭报刊杂志、网络媒体的信息去判断和选择股票，而这些信息都是作者根据自己的理解来判断的，其结果就像游客看庐山一样，横看成岭侧成峰，远近高低各不同。那么据此“炒”股有谱么？没谱的事能干么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 无法进行有效的自我约束

股市有涨有跌是一个普遍规律，要想在涨跌变化无常的股市中立于不败之地，就需要建立严格的交易止损制度并严格执行。只有这样，才能使“炒”股者亏损有下限、赢利无上限。

什么是止损制度呢？即在交易进行之前，根据股票二级市场的波动性、自己的资金实力、可以承受损失的资金量，确定一个交易允许的亏损比例（如 10%），那么，在交易过程中，一旦交易的市值重估亏损额达到了交易金额的 10%，那么，就必须在市场中及时卖掉该股票。

为什么要建立止损制度呢？在回答这个问题之前，不妨先看一个“炒”股的真实故事。我的一个朋友曾给我讲过一个有趣的例子，他曾经在香港交易所发现一个市价只有 10 分钱的股票，他认为该股的价格已经很低了，不可能再跌了，于是就买了该只股票，谁知道，没过几天，该股票跌至了 1 分钱，根据交易所规则，对股票进行了缩股，缩股后的股价又回升至 10 分钱。为了降低手中股票的成本，他又买进了一部分该只股票，结果，两个月之后，该股票又跌至了 1 分钱，然后，又要缩股，经过这么几次缩股，其投资已经荡然无存。从这个真实的案例可以得出这样一个判断：建立止损制度的一个最根本的原因就是防止亏损的无限扩大，以致造成无法挽回和无法承受的损失。

在变化万千的股票市场中，一只股票价格的变化往往会超出交易者的想象，交易者认为不可能发生的事情，往往会变成现实。如果没有一个严格的止损制度，一旦市场出现极端的灾难情况，就会给交易者造成无法挽回的损失。但在个人“炒”股中，由于资金是自己的，决策是自己进行的，监管也是自己进行的。所以，个人“炒”股者一般都没有止损制度，即使有了制度，也很难有效执行，在实际操作中，当市场出现不利情况时，往往会用侥幸心理替代对严峻现实的客观判断，结果不外是捶胸顿足，最多再加上自我后悔和责骂一番。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 无法用平常心对待涨跌

在2007年5月30日提高印花税以后，中国股市出现了较大幅度的下跌，几个交易日之内，有的股票价格就下跌了50%以上。有一个笑话对当时的"炒"股者心态做了很好的诠释，笑话的背景是这样的，一天姓张的朋友遇到了一个姓王的朋友，两人开始了一个有趣的对话：

张说：最近股市下跌心烦，睡眠质量严重下降，经常整夜睡不着，你呢？

王说：我还行，像婴儿般睡。

张说：我太羡慕你了。

王说：我现在是睡一会儿就醒，然后哭一会儿；然后再睡一会儿，起来又哭……

由于"炒"股的资金是自己的辛苦所得，股市一旦下跌，就等于从自己身上割肉，你说哪一个会无动于衷呢？既然股市涨跌就像海水涨潮、退潮一样正常，如果不能用平常心对待，不能做到不以股价上涨而喜、不以股价下跌而悲，反而使个人的快乐与悲伤被每天的涨、跌所牵引，你说能睡好么？股价涨了笑醒，股价跌了哭醒，时间长了还不折腾成神经病？

6. 无法赚到超额收益

在"炒"的心态支配下，一般的操作习惯就是有赚就跑，有亏就扛，天天换股，结果往往是捡了芝麻，丢了西瓜，特别是在中国A股这两年的大牛市中，只有捂得住股票，才能赚到足够多的收益，才有可能跑赢大势。"炒"者表面上很热闹，但仔细一算账，就像狗熊掰棒子一样，看着很忙活，但实际收入囊中之物实在是少得可怜。

由于是"炒"，就需要不断地买进卖出。一般来讲，当股票价格涨了20%以上就想跑了，因为，怕到手的钱重新跌回去。但在目前的牛市之中，好股就像绍兴的加饭酒，窖藏的时间越长越有味道，女儿红、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

状元红都要窖藏20年左右。但如果是“炒”，很难做到长期持有。再好的股票，如果藏不住，就赚不到好价钱，股票也有一个成长的过程。

以中信证券为例，如果在15元的价位买入，涨了20%多就卖了，赚了20%。在卖出股票以后，“炒”者一般希望股价下跌，以便在较低的价格再买入，待价格上去以后再卖出，不断从交易中获利。但在很多情况下，由于受贪婪和恐惧的左右，在股价下跌到14元时，一般都希望会进一步下跌到13元或更低，总想买入一个最低点，这时“炒”者一般不会立即买入股票；在股价突然止跌攀升至18元时，总希望还会跌下来，也不会立即买入股票；一旦市场不回头了，股价不断攀升，当价格涨幅超过30%时，“炒”者会在下跌无望的情况下，重新在20元时买入股票。其实，在“炒”者最终又买入股票时，已在无形中损失了11%的机会收益。如此不断反复，“炒”中信证券的实际收益将远远低于那些在15元买入并一直持有的投资者的收益。目前，中信证券的股价已超过100元，是15元价位的近7倍，而“炒”者是很难有如此高的回报的。

根据历史价格统计发现，一只股票价格80%的涨幅是在20%的时间里实现的，频繁地进出市场，总想低价买入、高价卖出，整天忙忙碌碌，实际上往往容易错过关键的涨价时间，并导致“炒”股的年收益率远远低于股票市场价格指数的实际增长率。

7. 不想成为食物链的末端

我去年在澳大利亚看了一场鳄鱼表演，使我对动物世界有了更深刻的认识。我们到表演场时，只见一个不大的池子中趴着一条鳄鱼，它一动不动，非常安静，好像什么危险都不存在。但当驯兽员带着食物出场后，当鳄鱼看到了（或闻到了）食物后，其动作之凶猛、速度之快捷、猎杀食物之耐力、身体转动之灵活远远超出了我的想像。如果在水中或陆地被它遇到的猎物，很难不成为其口中美餐。

股票市场像自然界一样，它是一个发育非常健全的有机体系，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是由一个完整的生态系统和食物链系统组成。股市之所以充满活力，是因为这里充满了大自然的生存法则。如果将股市比作海洋，那么，这里的规则就是大鱼吃小鱼、小鱼吃虾米、鲨鱼吃大鱼、快鱼吃慢鱼。但无论是什么鱼，只要遇到渔夫，就会被通通吃掉；如果将股市比作森林，那么，在这里就是食肉动物猎杀食草动物、猎人猎杀所有的动物。猎人+渔夫的索罗斯对此做了精辟的概括："炒"作就像动物世界的森林法则一样，专门攻击弱者，这种做法往往能够百发百中。

在股市中，个人散户就是海洋中的小鱼、小虾，就是森林中的小兔和绵羊，他们没有强壮的身躯、没有尖利的牙齿、没有发达的嗅觉，他们吃的是微生物和小草，他们整天提心吊胆、害怕被比自己凶猛的动物吃掉，稍微赚点钱就跑，稍微亏点钱也跑，他们是股市中最辛苦的一群，但他们也是最弱势的一群，不断被追逐和猎杀。当然，他们的存在也有非常积极的意义，他们为股市提供了丰富的营养，他们为高端物种提供了美餐。正如在海洋中，如果没有小鱼的存在，绝对不会有大鱼，更不会有鲨鱼。

如果有选择的话，谁会愿意成为食物链的末端？至少我不愿意。

8. 很难看懂市盈率

市盈率是观察股票价格便宜或昂贵的重要指标，市盈率是普通股股价除以每股收益的商。市盈率的高低反映了股票购买者对企业的信心，一般来讲，市盈率越高，表明股票购买者对企业的赢利预期越高。另外，市盈率也是收益与企业股票价格相等所需的年数，也就是说，如果股票购买者购入股票的市盈率为 15，而且企业赢利水平不变，那么，股票购买者需要 15 年的分红才能收回成本。目前，美国道琼斯工业指数的平均市盈率为 17 左右，巴西股票的平均市盈率为 15 左右，日本日兴指数的平均市盈率为 34，香港恒生指数的平均市盈率为 20 左右，上海综合指数的平均市盈率为 47 左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是什么因素造成不同股票市场、不同股票的市盈率差别如此之大呢？什么样的市盈率才算合理呢？这些都是永远没有标准答案的问题，永远是一个智者见智的问题。在上海A股市场上，中国船舶在2007年10月11日的市盈率接近300倍，8只超100元股票的市盈率也都达到了150倍。凭什么呀！

从市盈率的计算公式来看，市盈率的高低取决于两个变量，一个是股价，一个是每股赢利。如果股价不变，赢利增加，市盈率就会下降；反之，如果赢利不变，股价上升，市盈率就会上升。当然，如果赢利不变，股价下跌，市盈率也会下降。总之，每股赢利是决定股价和市盈率的最重要因素。由于上市企业的赢利是变动的，市场上就出现了一个动态市盈率。但企业经营环境也是不断变化的，企业的未来赢利很难确定，而主要是根据人们对当前掌握的情况进行的预测，这里面就有很多主观和人为的因素。由于每一个分析人士的假设条件不一样，就很难用统一的标准来辨别是非。所以，对市盈率高低的判断只能仁者见仁、智者见智。

9. 成本太高

没有免费的午餐，“炒”股票也不例外。目前，除了时间成本外，“炒”股票是要付代价的，主要包括买卖双向征收的0.3%印花税，买卖双向收取的0.1%～0.3%的交易手续费。据统计，在2007年的大牛市，最高一天的交易量达到了4600亿元，市场收取的印花税和手续费分别为27.4亿元和9.2亿元，这些钱都是“炒”股者的贡献。

个人每“炒”一次，无论盈亏，都要留下0.6%左右的真金实银，至于是否赚钱，那就是另一回事了。如果每一次“炒”的资金量为100万元，一个月“炒”15次，那么，每个月无论盈亏都要付6000元，一年就要7.2万元，即交易本金的7.2%；如果我们再考虑一下“炒”股票占用资金的机会成本，比如将资金投资到没有信用风险的国债（目前一年期国债的收益为3.91%）上，我们“炒”股的年平均机会成

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本就达到了11%，也就是说，“炒”股的毛利即使达到了11%，也等于白忙活。

当然，由于历史欠账较多，这两年中国股市属于恢复性上涨，每年的涨幅都比较大，相比之下，“炒”股的成本可以忽略不计。但从全球成熟市场的股市平均回报率来看，每年能达到10%的增长就很不错了。因为，股市是实体经济的影子，全球每年GDP的平均增长率也就在3%～5%之间，扣除资金成本后的企业平均利润率（ROE）不会超过10%，作为实体经济的影子，股市有时会因光线的原因而比实体经济增长快，但最终还是会围绕实体经济上下波动。

“炒”股是为了向市场夺取，而不是为了对上市公司经营业绩的分享，如果大家都想夺取，就会演变成体育中的拔河，成功与否的决定因素是相对优势，总有一个实力更强的队。

10. 想像力不够

今年我有幸登了一次长白山，并看到了神秘莫测的天池，虽然当时已经是5月中旬，山下的野花已经盛开，一派春意盎然。但当我们爬到山顶时，不仅狂风大作，行走很困难，而且，漫天雪花飞扬，俨然是一派严冬景象。更加神奇的是，山顶的天象变化无常，我们刚刚到山顶时，天空乌云密布，大有黑云压城城欲摧之感，可转瞬之间，太阳公公飘然而至，在阳光的照耀下，天池的冰面上出现了一道绚丽的彩虹，美仑美奂，妙不可言。可见，在神秘的大自然面前，人们的想象力是贫乏的。

在人造景观中，能与大自然一比神奇的唯有股票市场。股票市场是一个非常神奇的集合体，它像大海一样神秘莫测，在平静的表面下，其实是暗流涌动；它有一套自身的运行规律，指数的高低虽然是无数人群智慧博弈的结果，但它的发展又会超出任何一个单一智者的想象，任何希望能够对股指具体点数进行精确预测的行为都是无知和可笑的；它像高山峻岭上的天象一样变化无常，阳光、乌云、狂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风、暴雨、飞雪组成了一首首迷人的交响曲，希望看到两首同样的曲子都是不可能的。

以今年的 A 股为例，有谁能够在年初预测到目前的股指？我原来认为，今年的股指最多涨到 4500 点，但做梦都没想到在 9 月份上证综指就上了 6000 点，神奇吧！如果我们想都想不到，又如何能够“炒”到呢？所以，只能赚点就跑，然后，看指数不跌反涨，接着又进去，赚点再跑。如此反复，忙进忙出，秋后一算账，净收益远远落后于指数。

想都想不到，能赚到钱么？

11. 无法辨别信息的真假

如果我们给股票市场一个形象比喻，股市就像北京春节庙会，人山人海、热闹非凡、有买有卖、信息多元、真假难辨；股市就像一个百鸟园，各类鸟都会引吭高歌，声音一个比一个大，不知道该听谁的好？

经济学家吴敬链先生曾说过：股市还不如赌场，赌场还有一个规则，有一定的赔率，赢输都按规则进行。但股市就不一样了，在这里，谣言漫天飞。一会儿，一个并不著名的上市公司在非洲签了一个相当于该国家一年财政收入的房地产项目；一会儿，一个上市公司要进行资产重组；一会儿，一个上市公司发现了一个大油田或者大金矿等等，反正消息不断，而且，每一个消息都好像不是空穴来风。对于个人来说，既不可能到非洲以辨真假，也无法知道资产重组的消息是否可靠，更无法像孙悟空那样到地下看看是否真的有矿？

如果仅仅凭借无法核实的消息进行买卖股票，还能不亏？日本一位股市高手川银藏说过：股市是谣言最多的地方，如果每听到一个消息就买进或卖出股票的话，那么，钱再多，也不够赔。

（该文写于 2007 年。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金不成问题 关键在于信心

证监会发行B股的有关通知对B股市场无疑是一个重大利好，是一个带有方向性的重大利好。它意味着B股的发行将以企业业绩为准，把维护投资者的利益放在重要位置；同时，它体现了对企业的公平原则。

我们知道，由于历史的原因，以前的B股发行，往往把为企业解困作为一个目标。这种做法对B股市场的发展、对投资者都是不利的。今后，企业要想进入B股市场，就必须具备良好的企业质资，必须把股东的利益放在首位。企图依靠政府行为拿到配额的做法再也行不通了。

同时，通知也发出了B股市场的扩容信号，说明中国要继续发展这个市场，而不是让它自行萎缩。

关于B股市场的资金来源，我一直认为：B股市场的问题一直就是投资信心的问题，而不是资金的问题。国外的一个基金，动辄就是几百亿、上千亿美元资金，目前中国的B股市场只不过50亿美元左右的规模，资金需求很小。另一方面，国外资本也急需找到适合的投资目标，尤其像当前美国股市步入回调的时候，所以，关键还是B股市场能否提供具有投资价值的股票。实际上，中国不缺乏业绩优良的企业，包括不少民营企业，赢利能力很强。B股发行制度的改革，有利于这些优秀企业顺利进入B股市场。

（该文发表于1999年6月5日的《人民日报海外版》。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动性过剩、人民币升值与 A 股走势

到 2006 年末，中国的广义货币 M2 已达 34.56 万亿元人民币，按当年汇率折算，相当于 4.3 万亿美元，当年中国 GDP 总值为 20.94 万亿元人民币，折合 2.6 万亿美元，货币存量相当于 GDP 的 1.65 倍。根据世界银行和美联储的数字，2006 年美国 GDP 总值为 12.9 万亿美元，12 月末的 M2 为 7.1 万亿美元，美国货币存量相当于 GDP 的 55%。

中国的货币存量已相当于美国的 60.6%，GDP 总值却仅相当于美国的 20.2%，如果换算成同等经济规模，中国的货币存量就是美国的 3 倍。改革开放以来，中国存款的年均增长率为 23.5%，20 世纪 90 年代以来，广义货币的年均增长率为 21.5%，大幅度高出美国与欧盟同期年均 6% ~7% 左右的年均增长率。2000 年以前中国货币供给的高速增长，如果可以被解释为市场化的推进与商品货币关系的理顺，那么在 21 世纪以来，中国的经济体制已经基本具备了市场经济形态，广义货币仍以年均 17% 的速度递增，并且货币存量相对于经济总产出，已经是发达市场经济体的 3 倍，就不太容易解释了。从国际通用衡量流动性公式 M2/GDP 这个传统指标来看，我国已经产生了严重的流动性过剩。

那么，产生流动性过剩的主要原因是什么呢？从全球经济一体化的角度来看，主要有：

1. 低利率

2000 年 5 月到 2003 年 6 月，美联储连续 13 次降息，将联邦基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率从6%下降至1%，为1958年来的最低水平，日本央行则实行接近于零利率政策，2003年6月，欧洲央行下调再融资利率至2%。近年来，虽然西方主要发达国家均不同程度地提高了利率，但从历史平均利率来看，当前的国际金融市场利率仍然偏低。

2. 全球化

1980年以前，除美国以外，大多数国家都禁止或限制本国公民投资海外以及外国公民投资国内。之后，各国放松资本管制，资本在全球范围内流动起来，据麦肯锡分析，目前全球每年跨国流动的投资资金已经超过6万亿美元。

3. 产业的跨国流动

工业化国家将制造业生产转移到高劳动力密集、低资本密集的发展中国家，导致工业化国家实际投资节省总额远远大于在发展中国家投资的总额，这些发达国家既节省了成本，又赚取了巨额利润，形成新的流动性。

4. 全球经济的失衡

产业转移的结果，造成发展中国家的贸易顺差，发达国家贸易逆差，导致资本的巨额流动，如中国2002年到2006年新增的外汇储备规模就达到7799亿美元，折合成基础货币为64000亿元，虽然通过5次提高法定准备金率，回收流动性达1万亿，同时通过发行央行票据回收流动性达3万亿，但仍有3.4万亿元人民币的净投放。1990年以来，全球的跨境资本流动量以每年平均10.7%的速度增长，而在1980年至1990年期间的速度仅为4.3%。2006年，我国贸易顺差为1775亿美元，约占GDP的7%。

5. 资产的证券化

大量信贷资产的证券化，使未来的现金流转换成现实的资金供给，仅2006年全球发行的证券化CDO就达5000亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 支付的电子化

信用卡、网上银行的大量使用，减少现金的库存和资金沉淀，加快了资金的周转速度。

7. 机构投资者的大量成立

对冲基金、私募基金的大量成立，资金在全球范围内的流动效率不断提高。

从我国的具体情况来看，造成我国产生流动性过剩的一个最直接因素就是国贸易顺差的不断增加、套利资金不断潜入，导致我国外汇储备的不断攀升，到 2006 年底，我国外汇储备突破 1 万亿美元，由此而产生的外汇占款比例逐步提高，从 2004 年 1 月的 41% 增长增加到 2006 年底的 66.8%。

国内外金融市场的实践一再证明，资金流动性过剩的主要出口有两个：一个是通货膨胀的加剧，一个是资产泡沫的不断加大。在目前通货膨胀不可能大幅度增加的情况下，资产的泡沫加大就很难避免。而一旦泡沫破灭，将会给实体经济带来巨大的伤害。

日本就是一个典型的例子，日本自 20 世纪 70 年代起，经济呈现高速且持续增长，日元也累积了强大的升值压力。1985 年前，日本采取的是有管制的浮动汇率制度，在此期间，日元的升值幅度很小，从 1975 至 1985 年十年间（1975 年 9 月，美元兑日元汇率为 300.73；1985 年 9 月签订广场协议时，美元兑日元汇率为 238.95），平均每年日元升值 6.17% 左右。1985 年 9 月广场协议签订之后，受长期积累的高水平外汇储备和贸易盈余的影响，日元兑美元汇率开始快速升值，在不到两年的时间里名义汇率上升了 50% 以上，到 1995 年美元兑日元汇率升值到历史的最高点 82.71，从 1985 年到 1995 年 10 年间，平均每年升值达 15.6% 左右。日元火箭式的升值维持了低水平的通货膨胀率（1971 年 3 月 31 日，日本通货膨胀率为 6.8%；1974 年 3 月 31 日，日本通货膨胀率为 25.4%；1985 年 9 月，日本通货膨胀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率为2.1%;1995年,日本通货膨胀率为0.5%;2007年1月,日本通货膨胀率为0.3%),并使得日本出口商的企业赢利开始恶化,进而限制了日本央行及时收缩金融环境的决策。

由于实际利率在过于宽松的水平停留了过长时间(日本央行利率即无担保隔夜拆款利率1972年10月31日为4.31%,1973年和1980年两次达到9%左右,1985年9月为4.8%左右,1992年10月份为4.25%,然后一路下跌,2004年为0,2007年3月30日升到0.745%),大量流动性抽离实际回报率较低的储蓄存款,而在股票和房地产市场寻求投资机会。

据日本经济学家研究,日本泡沫经济发生于1986年11月至1996年2月份10年中,其特征是地价、股价暴涨,消费活跃。1985年后的6年内,日本6大城市的商业地价狂涨了3倍多,需求旺盛、投机盛行,日本股市也出现了超级大牛市(1982年10月29日,日兴指数为6849.78点,当时的美元兑日元汇率为208.14;到1989年12月29日,日兴指数达到38957点,当时的美元兑日元汇率为119.63;但到了2003年4月份曾跌至7831点,当时的美元兑日元汇率为108.23)。当这种经济过热发展到一定程度后,日本政府采取了紧缩银根措施,从而造成股价、地价暴跌。1996年2月,随着房市、股市泡沫的破裂,日本经济增长在长达10年的时间(从1961年到1970年,日本GDP的平均年增长率10.7%;从1971年到1980年,日本GDP的平均年增长率4.8%左右;从1981年到1985年,日本GDP的平均年增长率4%左右;1985年到1990年,日本GDP的平均年增长率快速增长,达到了6.2%左右;但在随后的1991年到1993年,日本GDP的平均年增长率迅速下降为1%左右;1994年到2006年,日本GDP的平均年增长率仅为0.1%)始终徘徊于衰退与复苏之间,被经济学界称为“失去的10年”。目前(2007年3月30日)日兴指数为17287点,仍不及最高点位的一半;日本2005至2007的GDP的平均年增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率为1.4%左右。可见由货币升值所造成的流动性过剩对一国经济的杀伤力。

既然外汇储备的增加是造成我国流动性过剩的主要和直接原因，那么，我们是否可以通过对人民币进行大幅度升值来降低外汇储备进而降低流动性过剩呢？

我们认为，事情远没有那么简单。因为国际游资对人民币升值预期的贪婪是无止境的，而且人民币升值到什么程度才合理，也缺乏一个国际公认的标准。目前，有的研究机构认为，根据购买力平价理论，人民币应该升值50%；有的国际著名投资银行预测人民币每年的升值幅度应为7%～8%；而境外非交割远期1年期(NDF)所隐含的人民币升值幅度为6.5%。到底人民币应该升值多少，可以说莫衷一是。但金融系统最可怕的就是市场参与者不断攀升的预期。一旦官方认同了现有的升值预期，市场还将产生进一步的预期。这样无休止的任由市场"索取"，最终的结果将是中国企业被迫提升成本，中国产品出口优势不再，经济增长失去动力。当中国经济真的失去活力之后，国际游资就会急流勇退，国内资产价格就会随之狂跌，进而导致金融企业不良资产猛增，甚至倒闭，整个经济陷入萧条，1998年亚洲金融危机的路径就是如此。

所以，我们只能对人民币进行缓慢的升值，即每年的升值幅度接近或略高于人民币与美元的利差水平，使国际游资保持对中国人民币升值的预期，但得到的甜头又不能太大，这是对我国经济最有利的选择。与此同时，通过人民币的不断升值，逐步调整我国的产业结构，使那些高耗能、高污染、低附加值的产业被逐步淘汰，实现产业升级。

至于国际游资的进入以及外汇储备的增加，可以通过税收的方式，提高境外短期套利资金的退出成本，使国际热钱不敢贸然进入，从而减少国际游资对我国货币政策的冲击。同时，通过缓慢的人民

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

币升值，也会不断降低我国的贸易顺差，逐步实现贸易的平衡。

经过上述分析，我们可以对中国经济政策、货币政策和A股走势得出以下几点推测和判断：

(1)人民币升值的趋势在短期内将很难改变，但每年升值的幅度将会在3%～5%之间；

(2)人民币流动性过剩将是一个长期存在的问题，央行通过提高存款准备金率对冲流动性过剩的措施将会继续使用，自2006年6月以来第七次上调存款准备金率。至2007年5月15日，商业银行法定存款准备金率已达到11%，而且这个比例有可能进一步提高至13%；

(3)提高人民币利率对减缓流动性过剩的作用有限，但对限制贷款和资产泡沫会有一定的帮助，央行还会不时使用，但为了减缓人民币升值的压力，每次人民币加息的幅度不会太大；

(4)在流动性过剩和人民币升值双重压力下，税收政策是减少境外游资进入、减缓经济泡沫和改善国际收支状况的有效工具，应该会不断被采用。如通过提高境内资产交易成本，将游资从人民币升值中得到的不合理利益收归国家财政；再如通过提高产品成本(土地增值税、高耗能税、污染税等)，减少我国贸易的不平衡。

(5)人民币资产价格(主要是股票、房地产)上涨的趋势将会持续，主要动力仍然是流动性过剩和人民币升值预期。

(该文写于2007年。)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

1. 樊纲,《经济人生》,广东经济出版社,1999 年第 1 版。

2.《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》,1999 年 9 月 22 日。

3. 本书编写组,《邓小平理论基本问题》,中共中央党校出版社,1999 年 10 月第 1 版。

4. [德]曼弗雷德·波尔著,冯文光等译,《国企革命》,华夏出版社,1997 年第 1 版。

5. 中共中央金融工委党校编,《金融领导干部学习读本》,中共中央党校出版社,2000 年 5 月第 1 版。

6. 陈清泰,《关于深化国有企业改革的几个问题》,《中共中央党校报告选》2001 年 12 期。

7. The Royal Bank of Scotland: Masters of Integration By Harvard Business School N1 -404 -026, August 15, 2003

8. Presentation to China Construction Bank, September 2004, By Corporate Banking & Financial Markets of The Royal Bank of Scotland

9. 吴敬琏,《大型企业的战略、结构和总部功能》。

10. 杨新兰,《金融衍生产品与风险管理》,《金融参考》2006 年 1 月。

11. 国家外管局课题组,《美国、墨西哥外汇衍生产品市场的发展和借鉴价值》,《当代金融家》2005 年 10 月。

12. 国家外管局课题组,《新加坡:汇率政策、衍生产品市场和金融监管的发展及借鉴》,《当代金融家》2005 年 11 月。

13. 冯邦彦、彭薇,《香港衍生工具市场的发展及对我国的启示》,《经济纵横》2004 年 5 月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14. 邹功达,《全球金融衍生产品市场的发展及对我国的启示》,《国际金融研究》2003 年 10 月。

15. 刘非非、刘正,《商业银行发展金融衍生业务研究》,《投资研究》2004 年 7 月。

16. Kathryn F. Staley, The Art of Short Selling, John Wiley & Sons, ING。

17. 刘鸿儒主编,《金融市场操作全书》,中国金融出版社。

18. (瑞典)扬·瓦兰德著,《瑞典商业银行的成功之路》,中共党史出版社。

19. Credit Risk of Financial Instruments, ENK BANKS。

20. (美)格拉迪等著,《商业银行经营管理》,中国金融出版社。

21. 吴晓求主笔,《'98 中国证券市场展望》,中国人民大学出版社。

22. (英)多米尼克·卡瑟利著,《挑战风险》,商务印书馆。

23.《金融危机与中国》,新世界出版社。

24.《我如何弄夸巴林银行》,中国经济出版社。

25. Firmwide Risk Management,摩根士丹利资料。

26. 风险管理,美国雷曼兄弟公司资料。

27. 詹姆斯·米尔利斯,纵论金融危机,提防道德风险,《工商时报》1998 年 5 月 9 日。

28. 李扬,关于我国证券市场风险及其管理的五个问题,《国际经济评论》1998 年 1、2 期。

29. 究竟是什么造成了亚洲金融危机,摩根士丹利资料。

30. 周小川,中国银行体系的不良资产问题。《中金论坛》1998 年 2 期。

31. 周正庆,《债券市场导论》, 中国金融出版社。

32. 戴相龙,《领导干部金融知识读本》, 中国金融出版社。

33. 王自力,《反金融危机》,中国财政出版社。

34. (美) 华言,《金融风暴会否登陆中国》,龙门书局。

35. 戴相龙答中外记者问,《金融时报》1999 年 3 月 12 日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后　记

读书是我的一个爱好，我也从中受益良多。通过读书，一方面开阔了我的视野，增长了知识；另一方面，也提高了自己的分析问题和解决问题的能力。开卷真的很有益。

来而不往非礼也。我很早就想写一本书来回报那些为我曾提供精神食粮的写书人，但苦于学识、精力和时间的限制，一直没有能够变成现实。最近，在读过我文章的朋友的鼓励下，我斗胆将自己的文章编辑成册，算是完成一个心愿。我知道自己的文章还很稚嫩，就算是抛砖引玉吧。

收集本书的文章有的已经在报刊杂志上发表，有的则是第一次与读者见面，而且，绝大部分内容都写于前几年。但在这次重新整理这些文章时，我又认真读了一遍，发现文章的内容并没有过时，有的看法还经受住了市场实践的检验，这也坚定了我出版此书的信心。

本书能够出版，我需要感谢的人实在很多。首先感谢我的老行长周道炯先生，他德高望重，平易近人，非常关心后生，他写的序言是对我永恒的鼓励；其次，我要感谢一起工作过的领导和同事，正是与他们一起工作的经历，以及他们无私的言传身教，使我在潜移默化中丰富了知识，提高了才干；再次，我要感谢中国经济出版社编辑们，没有他们创造性的工作和敬业精神，本书也不可能得以顺利出版；最后，我要感谢我的家人，特别是我的妻子，作为一个职业女士，她不仅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在单位兢兢业业，认真做好每一项工作，而且，对家庭尽职尽责，承担了很多孝敬老人、教育儿子的繁重劳动，可以说，没有她的支持和帮助，这本书是不可能完成的。要感谢的人还有很多，我这里就不一一赘述，但我会始终心存感激。

学后而知不足。在全球化的今天，在知识爆炸的当代，在世界变平的现在，要想不落后于时代，就需要继续学海无涯苦作舟。

丰习来

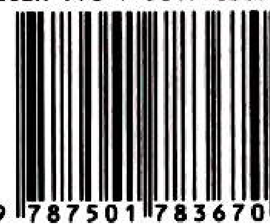
2007 年 11 月于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

FINANCIAL SENTIMENT

责任编辑:张潇匀

書装 BOOK DESIGN STUDIO



定价:48.00元